

HALPERN LÁSZLÓ–OBLATH GÁBOR

A gazdasági stagnálás „színe” és fonákja

Mivel jár együtt az exporttöbblet és az adósságcsökkenés?

Magyarország európai összehasonlításban kiemelkedő exporttöbblete és az ország ebből is következő jelentős nettó külföldi hitelnyújtása voltaképpen tükörképe a fizetési mérleg pénzügyi mérlegében regisztrált jókora hiánynak (a tőke kiáramlásának) és a magánszektor, illetve az ország mérséklődő külső eladósodásának. E folyamatok háttérében azonban a gazdaság lehangelő jövedelmi, fogyasztási és beruházási folyamatai állnak. Ezért indokolatlan egyfelől sikerként ünnepelni az exporttöbbletet, másfelől sajnálkozni a tőke kiáramlásán és az alacsony (csökkenő) beruházási rátán. Ezek a jelenségek ugyanarról szólnak különböző metszetben, s azokat még csak nem is közgazdasági teóriák, hanem egyszerű mérlegösszefüggések kapcsolják össze. Miközben nemzetközi összehasonlításban számszerűsítjük ezeket, egy félreértésre és egy mellőzött jelenségre is felhívjuk a figyelmet. A 2012-ben tapasztalt jelentős tőkekiáramlást olykor „tőkemenekítésként” értelmezik, ez azonban nem olvasható ki az adatokból. Ellenben alig fordul figyelem arra, hogy a magánszektor nettó (amortizáció nélkül számított) beruházásai példátlanul alacsony szintre, a GDP 1 százalékára csökkentek. Beruházási fordulat nélkül sem az exportnövekedés fennmaradására, sem a gazdaság élénkülésére nem lehet számítani, ám a beruházások és a lakossági fogyasztás remélhető emelkedése növekvő importtal jár, ez leapaszthatja az exporttöbbletet, ami viszont átmenetileg visszafoghatja a gazdasági növekedést.*

Journal of Economic Literature (JEL) kód: E65, F32, F34.

2013-ban Magyarország GDP-arányos nettó külföldi hitelnyújtása a 2012. évi 3,5–5 százalékról 6,5–7,4 százalékra emelkedett.¹ A nettó hitelnyújtás (az MNB terminológiája szerint: a „nettó finanszírozási képesség”) azt jelzi, hogy egy adott időszak reálgazdasági tranzakciói, jövedelem-, valamint egyoldalú folyó és tőkeátutalásai (ná-

* Köszönettel tartozunk *Neményi Juditnak* és *Soós Károly Attilának* a cikk alapjául szolgáló tanulmányhoz fűzött értékes észrevételeikért. Oblath Gábor részvételét a tanulmány alapjául szolgáló kutatásban az OTKA 105660-K számú kutatási pályázata támogatta.

¹ Amint a következőkben kifejtjük, a nettó hitelnyújtást kétféleképpen lehet mérni, és emiattadtunk meg intervallumot.

lunk főként EU-transzferek), illetve pénzügyi tranzakciói hatására hogyan változik az ország nettó pénzügyi vagyona (az összes külföldi követelésének és kötelezettségének a különbsége). Mivel Magyarországon az állami és magánszektor együttes külső kötelezettségállománya közel kétszeresen meghaladja a követeléseket (a nettó külföldi kötelezettségek állománya 2013 végén a GDP arányában 93 százalék volt), a nettó pénzügyi vagyon emelkedése csak a *nettó kötelezettségállomány csökkenését* jelentheti. Ez a kötelezettségek csökkenése és a követelések emelkedése sokféle kombinációja mellett bekövetkezhet, de mindenképpen *tőkekiáramlással jár*. Minderről az elmúlt évek adatai alapján és olyan módon igyekszünk képet adni, hogy összekapcsolunk több, egymáshoz tartozó, de többnyire külön kezelt jelenséget: a külföldi kötelezettségállomány leépülését, a tőke kiáramlását, az európai összehasonlításban jelentős GDP-arányos nettó külföldi hitelnyújtást és exporttöbbletet, a belföldi megtakarítás és felhalmozás egyenlegének számottevő javulását,² végül pedig a gazdaság stagnálását és a belföldi felhasználás, különösen a beruházások súlyos visszaesését.

A felsorolt jelenségeket makrogazdasági mérlegösszefüggések kötik össze, amelyek nem jelzik az oksági kapcsolatok irányát, s így önmagukban csekély támpontot kínálnak a folyamatok magyarázatához. Ehhez egyfajta értelmezési keretre van szükség, amelynek fontos része annak tisztázása, hogy mi „hajtja” a folyamatokat. Amint kifejtjük majd, értelmezésünk szerint a 2000-es évek elejétől a 2008-ig tartó időszakra az állami és a magánszektor jövedelemarányos adósságának felhalmozódása nyomta rá a bélyegét, 2009 óta viszont a magánszektor eladósodásának erőteljes csökkenése vált meghatározóvá.

A 2008–2009. évi válságot követő fejlemények értelmezését megnehezíti, hogy azokat egyszerre többféle, eltérő természetű és eredetű, többségükben azonban azonos irányú hatás alakította. Az egyik legfontosabb mégis az ország fejlettségéhez viszonyított magas adósság/jövedelem ráta kényszerű leépülése (az úgynevezett *deleveraging*). Ez a folyamat önmagában is visszafogja a gazdasági növekedést. A másik a kormány gazdaságpolitikája, amely nagyrészt tartósan szánt költségvetési lépésekben testesül meg (az egykulcsos adó, a magánnyugdíjpénztárak államosítása, a szolgáltató ágazatokra kivetett különadók, illetve a pénzügyi szektort specifikusan terhelő elvonások). Végül abban is, hogy folytatódott a kormányzati ciklusokon átívelő prociklikus (a gazdasági élénkülést és visszaesést egyaránt fokozó) fiskális politika, amely legutóbb a 2012. évi gazdasági visszaeséshez járult hozzá. A lépések tartalma mellett nyilván hatott a gazdaságpolitika módszerei és stílusa keltette bizonytalanság és bizalmatlanság, valamint a gazdaság intézményi környezetének ehhez is köthető határozott romlása, amire az ország nemzetközi versenyképességi rangsorokban történt lecsúszása is felhívta a figyelmet.³

² Sem a nettó export, sem a nettó megtakarítás egyenlege előjeléhez nem kapcsolható értékítélet, önmagában a negatív egyenleg nem rossz, a pozitív meg nem jó. Elfogadva azt, hogy a szakmai és a köznyelv is egyenlegjavulásként, illetve -romlásként használja az egyik, illetve a másik irányba való elmozdulást, hangsúlyozzuk, hogy annak a szóhasználatban megjelenő értéktartalma nem indokolt. Ezzel szemben az a fontos, hogy az egyenleg, illetve annak változása fenntartható-e, vagy sem, veszélyeztet-e a makrogazdasági stabilitást, vagy sem.

³ A globális versenyképességi (GCI) – a Világgazdasági Fórum (WEF [2014]) által közzétett – rangsora alapján 2011-ről 2012-re 144 ország közül a 48.-ról a 60., 2013-ra pedig 148 ország közül a 63. helyre csúszott Magyarország. Figyelemre méltó, hogy a Világgazdasági Fórum jelentése szerint

Az elmúlt évek hazai makrogazdasági fejleményeire természetesen hatottak a nemzetközi, különösen az EU-n belüli reálgazdasági folyamatok is, amelyek összességükben nem segítették a gazdaság fellendülését. Ellenben Magyarországon az eladósodott állam számára rendkívül kedvezőek voltak a nemzetközi pénzügyi feltételek: a vezető jegybankok által teremtett likviditásbőség tette lehetővé azt, hogy a kormány a leminősítések ellenére is sokáig lebegtethette, majd elvethette az IMF-fel való hitelmegállapodást. Ez adott lehetőséget a hazai alapkamat folyamatos csökkentésére is.

Írásunk a magyarországi makrogazdasági folyamatok egyes belső összefüggéseinek bemutatására törekszik, s nem célunk, hogy a folyamatokat alakító tényezők hatását egymástól elkülönítve vizsgáljuk. Idővel persze ezt a munkát is el kell majd végezni, ehhez azonban nagyobb rálátásra és más elemzési módszerek alkalmazására lesz szükség. A külső hatások egy részét azonban igyekszünk érzékeltetni azzal, hogy a fontosabb jelenségeket és folyamatokat nemzetközi összehasonlításban mutatjuk be.⁴

Előrebocsátjuk, hogy eltérően a külső egyensúlyi pozícióra vonatkozó nemzetközi elemzések gyakorlatától, nem a folyó fizetési mérleg egyenlege, hanem a nemzetgazdaság nettó hitelnyújtása/hitelfelvétele, valamint ennek összetevői állnak figyelmünk előterében.⁵ Amellett, hogy ez a mutató jelzi a nettó vagyoni változását befolyásoló tranzakciók egyenlegét, Magyarország (és más új EU-tagországok) esetében van egy fontos gyakorlati magyarázata is annak, hogy ez, nem pedig a folyó fizetési mérleg egyenlege fejezi ki a külső egyensúlyi folyamatok alakulását. Valamennyi EU-tagországban a folyó fizetési mérlegben – folyó egyoldalú átutalás címen – könyvelik el az EU-költségvetés javára teljesített befizetéseket, ellenben a felzárkózó országok fizetési mérlegének úgynevezett *tőkemérlegében* jelennek meg az EU-alapokból érkező, fejlesztési célú tőkeátutalások. Magyarországon 2013-ban a GDP arányában 3 százalék volt a folyó fizetési mérleg többlete, amihez társult a tőkemérleg 3,5 százalékos aktívuma, s e két mérleg összevont többleteként adódott a nemzetgazdaság 6,5 százalékos nettó hitelnyújtása (finanszírozási képessége). A nettó hitelnyújtás azonban nemcsak a folyó és tőkemérleg összevont egyenlegeként („felülről”) határozható meg, hanem a finanszírozási tranzakciók oldaláról, a pénzügyi mérleg egyenlegeként („alulról”) is. A két oldalról számított nettó hitelnyújtás jellemzően különbözik egymástól, ezért adtunk meg kétféle adatot a fejezet elején. Az elmúlt két évben

a megkérdezett magyarországi vállalatok a gazdaságpolitika instabilitását/kiszámíthatatlanságát említették leggyakrabban a gazdálkodásukat leginkább hátráltató tényezőként, továbbá az ország az intézményi mutatókat tekintve lényegesen hátrébb (2013-ban a 84. helyen) állt, mint az általános versenyképességi rangsorban.

⁴ Az elmúlt években születtek olyan írások, amelyek a hazai gazdaság közelmúltbeli teljesítményét nemzetközi összehasonlításban elemezték (például *Kónya* [2011], *EEAG* [2012], *Györffy* [2013]), ezek azonban elsősorban nem a külső egyensúlyi folyamatokra, illetve azok belföldi hátterére összpontosítottak. Az Európai Bizottságnak 2014 elején közzétett elemzése (*EU* [2014]) ez utóbbiakkal is részletesen foglalkozik; megállapításai sok tekintetben megfelelnek azoknak, amelyekre magunk jutottunk. Kutatásunk lezárása után jelent meg az *MNB* [2014b] kiadványa a fizetési mérleg alakulásáról, amely tanulmányunkéhoz hasonló szerkezetben elemzi az elmúlt évek külső egyensúlyi folyamatait és az azokat befolyásoló tényezőket.

⁵ A KSH által összeállított nemzeti számlákban a „nettó hitelnyújtás/hitelfelvét”, az MNB által közzétett fizetési mérleg-statisztikákban és pénzügyi számlákban a „nettó finanszírozási képesség/igény” megnevezés szerepel, de mindkettő a „net lending/borrowing” fogalmának felel meg.

– a megelőző évek tapasztalataitól eltérően – a finanszírozás oldaláról mért nettó hitelyújtás volt a magasabb: 2012-ben a GDP arányában 1,5, 2013-ban pedig közel 1 százalékponttal volt nagyobb, mint a folyó és tőkemérleg együttes egyenlege. A későbbiekben igyekszünk értelmezni ezeket az eltéréseket.

Először az 1990-es évek közepétől napjainkig tartó időszakot áttekintve vizsgáljuk a hazai gazdaság összeteljesítménye és eladósodása kapcsolatát, majd az adósságleépülés koncepcionális kérdéseiről és nemzetközi folyamatáról szólnunk. Ezt követően tekintjük át az általunk vizsgált jelenségeket összekötő makrogazdasági összefüggéseket, a kimagasló hazai exporttöbblet és a nettó külföldi hitelyújtás összetevőit, s ezek összefüggését azzal, hogy Magyarország nettó tőkeimportőrből nettó tőke-exportőrré vált. Erre támaszkodva foglalkozunk a jelenség belföldi hátterével, a jövedelem és a fogyasztás (s így a megtakarítások) alakulásával, valamint a bruttó és a nettó beruházás – nemzetközi összehasonlításban kirívó – zsugorodásával. Végül arra hívjuk fel a figyelmet, hogy a belföldi kereslet – különösen a beruházási tevékenység – élénkülését az exporttöbblet leépülése kísérheti. A stagnálás időszakában kialakult jelentős külkereskedelmi aktívum csökkenése tompíthatja a belföldi felhasználás bővülésének hatását a gazdaság növekedésére.

Munkánk fő célja a 2012-ig tartó folyamatok elemzése. A 2009 és 2012 közötti időszakra egyértelműen az a jelenség nyomta rá a bélyegét, amely elemzésünk középpontjában áll: a gazdasági stagnálás és a kiviteli többlet emelkedésének kettősége. Bár hivatkozunk 2013. évi adatokra is, azokat részletesen nem elemezzük.⁶

Gazdasági felzárkózás és eladósodás – elakadás és adósságcsökkenés

A hazai GDP nominális és változatlan áron mért szintjére vonatkozó – 1995-ig visszamenő – hivatalos idősorok az elmúlt években többször is revízió alá kerültek, melyek esetenként ütköztek az egyes időszakokra vonatkozó korábbi közgazdasági percepciókkal.⁷ A jelenlegi hivatalos statisztikák szerint a magyar gazdaságot 1995 óta egyetlen időszakban jellemezte erőteljes – és amint látjuk majd: fenntarthatatlan eladósodáson alapuló – felzárkózás az EU fejlettebb térségének fejlettségi szintjéhez (amelyet az 1. ábrán az euróövezet átlaga reprezentál).⁸

⁶ A fizetési mérlegre és a külső kötelezettségek állományára vonatkozó áttekintésünk kiter a 2013. évi folyamatokra, a nemzetközi összehasonlítások azonban 2012-vel zárulnak, csakúgy, mint a megtakarítás–beruházás egyenleghez kapcsolódó elemzések (az utóbbiakhoz szükséges adatok a 2013. évi nemzeti számlákban szerepelnek, amelyek írásunk készítésekor még nem álltak rendelkezésre). Az írás terjedelmi korlátai miatt nincs lehetőség az okfejtésünket alátámasztó valamennyi táblázat és ábra közlésére, de azok a cikk alapját képező, letölthető KRTK KTI Műhelytanulmányban (Halpern–Oblath [2014]) megtekinthetők. Írásunk egyes pontjain hivatkozunk majd e tanulmány mellékletében közölt táblázatokra és ábrákra.

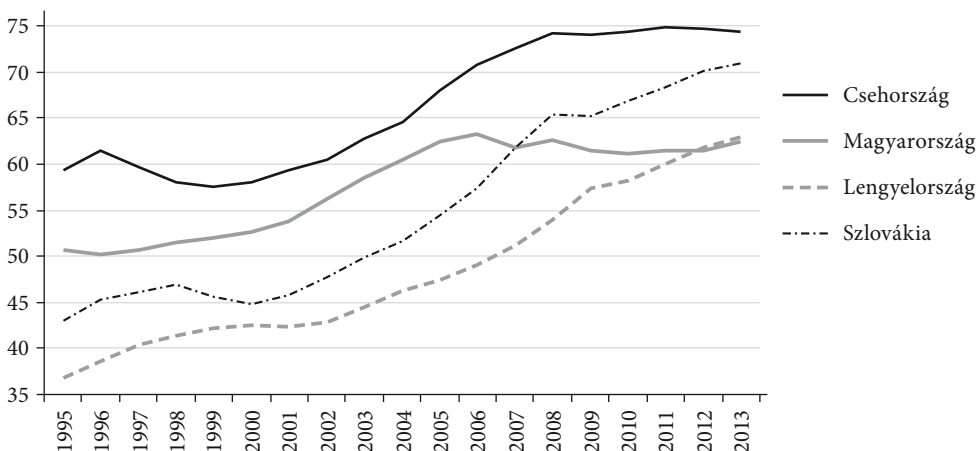
⁷ A revíziók egyes problémáiról és az új adatok értelmezése körüli nehézségekről lásd Oblath [2012].

⁸ 2013-ban Magyarországon a vásárlóerő-paritáson mért GDP/fő az euróövezeti (EZ–17) átlag 60 százaléka körül alakult, és az övezetbe tartozó valamennyi országtól elmaradt. Az ábrán csak a

1. ábra

Az egy főre jutó GDP a négy visegrádi országban az euróövezet (EZ-17) átlagának százalékában, 2013. évi vásárlóerő-paritáson és áron

Százalék



Forrás: az Európai Bizottság AMECO-adatbázisa alapján saját számítás.

Abban az időszakban, amelyikben Magyarországon gyors volt a felzárkózás, Csehországot és Szlovákiát is gyors konvergencia jellemezte; Lengyelországban – az 1998–2002 közötti relatív stagnálást követően – 2003-tól kapott erőre a felzárkózási folyamat, amely napjainkig is tart. A fő különbség Magyarország és a másik három ország között az, hogy miközben nálunk a 2001-et követő lendület 2006 után kifulladásra jutott, Csehországban a 2009. évi nemzetközi válságig kitartott, a másik két országban pedig a válság sem állította meg a felzárkózást.⁹

A 2. és a 3. ábra fontos adalékokkal szolgál a másik három országtól látványosan leszakadó magyar teljesítmény értelmezéséhez; egyben kiindulópontot is

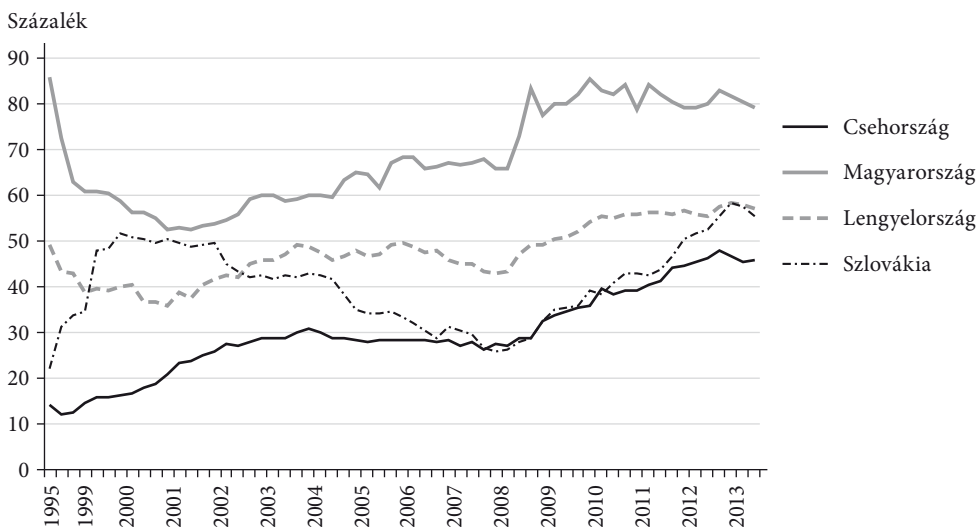
2013-ra vonatkozó adatpontok jelzik az országok egymáshoz, illetve az euróövezethez viszonyított fejlettségi szintjét; a többi év adatai a legutolsó év folyó vásárlóerő-paritáson mért relatív szintjeinek és a GDP/fő relatív volumenindexeinek összekapcsolásából adódnak. Ez a megoldás teszi lehetővé a reálfelzárkózás időbeli alakulásának bemutatását, mivel a folyó vásárlóerő-paritáson mért szintek évek közötti változását az egy főre jutó volumen mellett az árányok változása is befolyásolja (részletesebben lásd Oblath [2013]).

⁹ Ahhoz azonban, hogy pontosabb képet kapjunk a gazdaságok relatív összteljesítményének időbeli alakulásáról, a felzárkózási mutató (relatív GDP/fő) számlálójára célszerű figyelni. Az eurózonához viszonyított többletnövekedés kedvezőtlenebb képet mutat a magyarországi relatív összteljesítményről, mint amit a felzárkózás jelez. A 2006. évi csúcs alacsonyabban van, és azóta – a GDP/fő jelezte irányzattal ellentétben – a termelés relatív szintje nem stagnál (mint Csehországban), hanem egyértelműen süllyed. 1995 és 2006 között a magyar GDP-növekedés összesen 16 százalékkal haladta meg az euróövezetét, 2012-re azonban ez a többlet 8,5 százalékra zsugorodott, vagyis a „jó időkben” elért többletnövekedésnek csaknem a felét elveszítettük 2007 és 2012 között. Az elmúlt években az ugyancsak gyengén teljesítő (és Magyarországnál eleve fejlettebb) Csehország 1995-höz viszonyított, euróövezet feletti növekedési többlete 20 százalék, nem is beszélve az alacsonyabb szintről induló Lengyelország és Szlovákia 55 százalék körüli növekedési többletéről. 2013-ban kissé csökkent a másik három országhoz viszonyított különbség.

kínál a további elemzéshez. A 2. ábra az államadósság, a 3. ábra pedig a bruttó és a nettó külső adósság GDP-hez viszonyított arányát mutatja a visegrádi országokban 1995 és 2013 között.

2. ábra

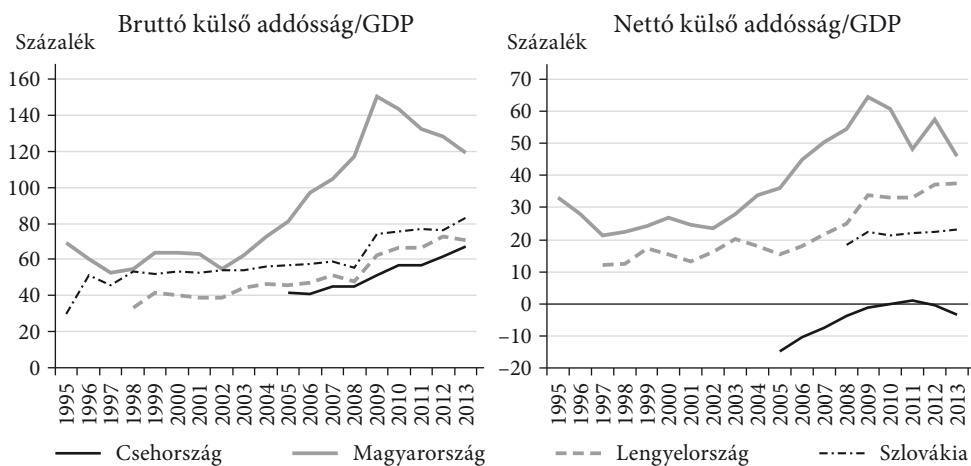
A GDP-arányos bruttó államadósság a visegrádi országokban
(1999-ig éves, 2000-től negyedéves adatok)



Forrás: Eurostat.

3. ábra

A GDP-arányos bruttó és nettó külföldi adósság a visegrádi országokban



Megjegyzés: az adósságadatok tartalmazzák a külföldi működőtőke (FDI) részét képező úgynevezett egyéb tőkét (tulajdonosi hiteleket).

Forrás: saját számítás az Eurostat, illetve a szlovák központi bank bruttóadósság-adatai alapján.

Magyarországot a 2007-ben indult és 2008–2009-ben kiteljesedett nemzetközi válság a másik három országénál lényegesen magasabb állami és külső adósságráta mellett – így sokkal sérülékenyebb állapotban – érte, miután a hazai felzárkózás (relatív növekedés) 2001 és 2006 között tapasztalt gyorsulása (lásd az 1. ábrát) a GDP-arányos államadósság (2. ábra) és külföldi adósság (3. ábra) meredek emelkedésével társult. A 2006 második felében megkezdett költségvetési kiigazítás csökkentette az állami deficitet, és 70 százalék alatti szinten stabilizálta az állami adósságrát,¹⁰ a 2009. évi nemzetközi válság pedig nemcsak megállította, hanem élesen meg is fordította az ország külföldi eladósodásának addigi irányzatát. A gazdaságpolitikai korrekciók és külső sokkok azonban a gazdaság növekedését is blokkolták (2009-ben az EU országai között az egyik legsúlyosabb visszaesést okozták), és az elmúlt hat évben jelentősen lehúzták a másik három országhoz, illetve az euróövezethez viszonyított hazai összteljesítményt.

A 2. ábrán azt is láthatjuk, hogy 2008–2009 óta Magyarország államadósságrátája stabilizálódott (80 százalék körül), miközben Csehországban és különösen Szlovákiában számottevően, Lengyelországban mérsékeltebben, de emelkedett az adósságráta (a hazainál lényegesen alacsonyabb szintekről). Magyarországon ugyanis – a válságot megelőzően felhalmozott, jóval magasabb GDP-arányos államadósság miatt – akkor is folytatódott/fokozódott, s így határozottan prociklikussá vált a költségvetési szigor, amikor más országokban a költségvetési stabilizátorok működése, illetve a visszaesést tompítani igyekvő anticiklikus költségvetési politika hatására emelkedett az államháztartási hiány és eladósodás.¹¹ A belföldi kereslet visszaesését fokozó, prociklikus *költségvetési politika* lehet tehát az egyik fontos tényező, amely hozzájárult a magyar gazdaság közel-múltbeli lemaradásához.

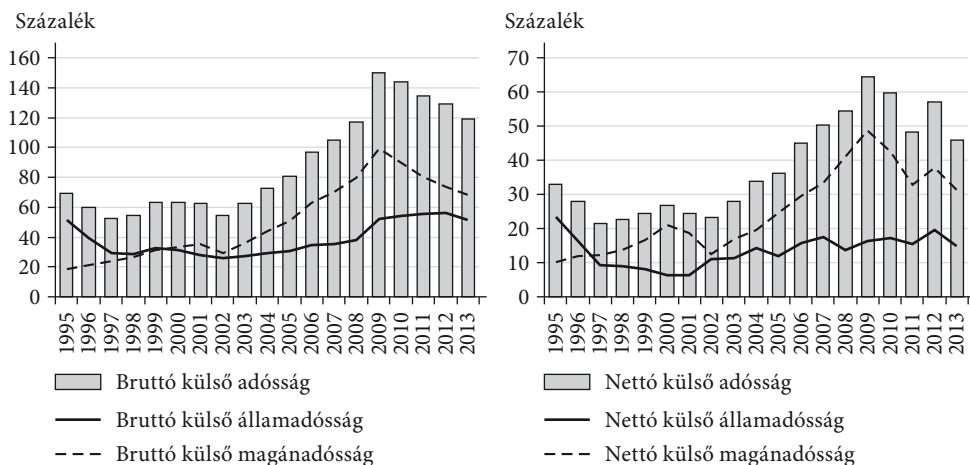
Egy további tényező a *magánszektor* közvetlen és közvetett (pénzüzetek által közvetített, devizahitelek révén történt) külföldi eladósodásának hirtelen megfordulása, majd radikális csökkenése. A 4. ábrán – amely Magyarország állami (államháztartás + MNB), valamint a magán- (vállalati + pénzügyi közvetítői) szektorának GDP-arányos bruttó és nettó külső adósságát mutatja 1995 és 2012 között – jól megfigyelhető a magánszektor eladósodásában bekövetkezett 2009. évi törés.

¹⁰ A hazai bruttó államadósság rátája 2008 negyedik és 2009 első negyedévében összesen több mint 15 százalékponttal emelkedett, majd 80 százalék körül stabilizálódott. A hirtelen emelkedésben közrejátszott az IMF-hitelkeret lehívása, a forint leértékelődése és a súlyos gazdasági visszaesés. A GDP arányában mintegy 6 százalék volt a kormány által felvett IMF-hitelnek az a része, amely nem a költségvetés finanszírozását, hanem a devizatarthalékok feltöltését szolgálta. A fizetési mérleg adatai szerint 2008 és 2009 vége között a kormányzat és az MNB együttes GDP-arányos bruttó külső adóssága 37-ről 52 százalékra, nettó külső adóssága azonban csak 13-ról 16 százalékra emelkedett.

¹¹ Ez akkor is tény marad, ha figyelembe vesszük, hogy a hazai adósságrátát mintegy 5 százalékponttal automatikusan csökkentette a magánnyugdíjpénztáraktól 2011-ben átvett állampapír-állomány (e hatást kiszűrő összehasonlításhoz ennyivel magasabb hazai adósságrátával kellene 2011 elejétől számolni). Emellett azonban a magánnyugdíjpénztáraktól átvett összegnek a kormány által elköltött részével is korrigálni kellene az államadósságot: ha ez az összeg nem állt volna rendelkezésre, csak nagyobb eladósodás finanszírozhatta volna a 2011. évi kiadási többletet.

4. ábra

Az állami (MNB + államháztartás) és a magánszektor GDP-arányos bruttó és nettó külső adóssága Magyarországon 1995 és 2013 között



Megjegyzés: a magánszektor bruttó, illetve nettó adóssága tartalmazza a külföldi működőtőkén belüli tulajdonosi hiteleket („egyéb tőkét”).

Forrás: MNB és saját számítások.

Az ország bruttó és nettó külső adósságratájának 2002 utáni meredek emelkedésében a magánszektor gyors, sőt gyorsuló külső eladósodása játszott meghatározó szerepet. 2002 és 2008 között a GDP-arányos összes bruttó, illetve nettó adósság 62, illetve 32 százalékponttal, ezen belül a magánszektoré 50, illetve 29, az államé 12, illetve 3 százalékponttal nőtt. Érdekes azonban a 2002 és 2006 közötti időszakot a költségvetési konszolidációt követő, 2007–2008-as periódussal összehasonlítani. Amíg a GDP arányában az előbbi időszakban évi átlagban 2,2, illetve 1,2 százalékponttal emelkedett az állam bruttó, illetve nettó külső adóssága, a magánszektoré pedig évente 8,3, illetve 4,2 százalékponttal nőtt, addig a második periódusban a megfelelő adatok az államra nézve 1,5, illetve –1,1, a magánszektorra pedig 8,5 és 5,9 százalékpontos éves változás. Vagyis a költségvetési kiigazítás egyértelműen visszafogta (a nettó mutatót tekintve megfordította) az állam külső eladósodását, ezt azonban ellensúlyozta a GDP-arányos külföldi magánadósság korábbihoz is gyorsabb emelkedése.

A magánszektor 2007–2008-ban is folytatódó külső eladósodása egyértelműen a pénzintézeti szektorhoz köthető, ami arra utal, hogy egyfajta átváltás történt a költségvetési szigor és a – növekvő külső adósságráta miatt egyre kockázatosabbá váló – belföldi devizahitelezés elnéző szabályozása között. Ez főként a balti országokat jellemezte, amelyekben a valutatábla-rendszer egyrészt nagyfokú fiskális fegyelmet követelt meg, másrészt egyfajta garanciát is jelenthetett az árfolyam stabilitására. Magyarországon azonban ilyen garancia nem volt, nem is lehetett, hiszen a monetáris rezsim rugalmas árfolyamrendszeren alapult.

Jóllehet a külső adósságráta emelkedő irányzata 2009-ben törik meg, és 2010-től kezd meredeken süllyedni, a fordulópontot valójában 2008 jelenti. 2009-ben a

korábbi évekkal összehasonlítva alig nőtt az euróban mért bruttó adósság, a nettó adósság szintje pedig nagyjából az előző év szintjén maradt. A ráták 2009. évi emelkedése a nevező zsugorodásának tudható be (az euróban kifejezett nominális GDP 13,5 százalékkal csökkent).

2009 és 2013 vége között az ország *bruttó* külső adósságrátája egyértelműen csökkent (4. ábra, bal oldal). Ahogyan az adósság felfuttatásában, annak mérséklésében is a magánszektor szerepe (azon belül: a bankrendszer által közvetített hitelállomány zsugorodása) volt a meghatározó. A 2009. évi 100 százalékról 68 százalékra esett a tulajdonosi hitelek is tartalmazó, GDP-arányos bruttó magánadósság (tulajdonosi hitelek nélkül számítva: 62-ről 37 százalékra, ebből a pénzügyi szektoré 42-ről 20 százalékra, a vállalatoké 20-ról 18 százalékra módosult). A pénzügyi szektor külső adóssága 2013 végéig mintegy 23 milliárd euróval (a 2013. évi GDP közel egynegyedének megfelelő összeggel) csökkent.

Az ország, illetve a magánszektor *nettó* adósságrátája is számottevően, mintegy 20 százalékponttal mérséklődött 2009 és 2013 között, bár 2012-ben a – tulajdonosi hitelek is tartalmazó – nettó mutató kissé megemelkedett (4. ábra, jobb oldal).¹² Az emelkedés azonban átmenetinek bizonyult, így nagyon is lényegesek azok a koncepcionális kérdések és nemzetközi tapasztalatok, amelyeket a következőkben tekintünk át.

Adósságleépülés – koncepcionális kérdések és nemzetközi tapasztalatok

A 2007–2009-es globális pénzügyi válság két fontos következménnyel járt. Egyfelől a pénzügyi rendszer összeomlásának elkerülése érdekében összeállított mentőcsomagok hatására az államadósság megnőtt a fejlett országokban. Másfelől pedig a válságot megelőzően felhalmozott adósság fenntarthatósága alapvetően átértékelődött. Ez utóbbi nemcsak a nemzetgazdaságokra, hanem azon belül a jövedelemtulajdonosokra: a háztartásokra, a vállalkozásokra és az államra egyaránt vonatkozik. Természetesen a következmények nem egyformán érintették a három csoportot, a háztartásokon és a vállalkozásokon belül találhatunk olyanokat, amelyekre nem hatott kedvezőtlenül a válság és annak következményei. A következőkben a nemzetközi tapasztalatok – és az azokra támaszkodó közgazdasági modellek – alapján foglaljuk össze az adósságleépülés mechanizmusának fontosabb jellemzőit és következményeit.¹³

¹² Két körülmény okolható a tulajdonosi hitelek is tartalmazó nettó adósságráta 2012. évi emelkedéséért. Egyrészt 3,4 milliárd eurós devizatartalékot állami és magánadósságok visszafizetésére fordítottak. Másrészt a rezidens vállalatok a GDP arányában 28-ról 18 százalékra csökkentették tulajdonosi hitelállományukat külföldön, miközben hasonló mértékben emelték külföldi tulajdonosi részesedésüket. Vagyis egyfajta – adóoptimalizáláshoz vagy egyéb vállalati megfontolásokhoz kapcsolódó – konverzió történt a kiáramló működőtőke szerkezetében (adósságtípusú követelések tulajdonná konvertálódtak).

¹³ Az adósságleépülés nemzetközi irodalmáról és tapasztalatairól lásd Kiss–Szilágyi [2014] áttekintő tanulmányát.

A válság következtében egyfelől átrendeződtek a növekedés- és jövedelemkilátások, másfelől megváltozott az adósságot finanszírozók részéről a kockázat megítélése. Ennek megfelelően jelentős mértékű adósságleépítés vette kezdetét. Az adósságleépítés azonban egyértelműen csökkenti az elkölthető jövedelmeket, ezáltal csökken a kereslet, ami mérsékli a növekedést, és egy ördögi kör alakulhat ki, mely végső soron akár adósságválsághoz is vezethet. Különösen súlyos lehet ez abban az esetben, ha a jövedelemtulajdonosok egyszerre kényszerülnek adósságcsökkentésre, és így nincs lehetőség mérsékelni ezt a növekedést fékező hatást.

Az adósságleépítés több csatornán keresztül is hat a termelésre. A háztartások fogyasztásának és beruházásának visszafogása miatt csökken a kereslet és így a termelés. A másik hatás az árakon keresztül jut érvényre. A csökkenő kereslet hat az árakra: csökkenti az árszintet vagy lassítja az árak emelkedését, ami nehezíti az adósságleépítés folyamatát, mivel az adósság reálértéke emelkedik, vagy kevésbé csökken, mint a folyó áras értéke. Ezért a háztartások még erőteljesebben számolják fel nominális adósságukat, aminek hatására tovább csökkennek az árak. Az adósságleépülés alacsonyabb beruházáshoz vezet a növekvő reálkamat miatt; önálló monetáris politika hiányában a nominális kamatláb csökkenése elmarad az eszközárak csökkenése mögött. Ez a csatorna a részben vagy egészben önálló monetáris politikát folytató országok esetében kevésbé jelentős. A munkakínálat – a háztartásokat ért negatív jövedelmi sokk miatt – növekszik, a munkakereslet pedig csökken, a reálbérek is tartósan csökkennek. Az egyensúlyi foglalkoztatást elmozdító nettó hatás mértéke a bérek rugalmasságától függ; nagyobb bérmeredvesség esetén a nominális bérek nem csökkennek jelentős mértékben, viszont a munkanélküliség nagyobb mértékben nő.

Az adósságleépítés termelés-csökkentő hatása a gazdaság szerkezetétől is függ. Többek között attól, hogy mekkora a vagyonnal rendelkező háztartások aránya, milyen rugalmasan alkalmazkodik a munkapiac mellett a fogyasztási cikkek és beruházási javak piaca, milyen erősek a nominális és reálmeredvségek, és azok megfelelő gazdaságpolitikai lépésekkel mennyire befolyásolhatók. Meghatározó az is, hogy az ingatlanpiaci válságot elszenvedő országokban a hirtelen feleslegessé vált építőipari kapacitások milyen mértékig csoportosíthatók át más ágazatokba. Végül, egy nyitottabb gazdaság képes lehet a belföldi keresletcsökkenést többé-kevésbé ellensúlyozni az export növelésével. Ha a magánszektor és az állam egyszerre kényszerül adósságcsökkentésre, akkor a költségvetési politika prociklikus lesz, azaz a magánadósságleépítés miatti termelés-visszaesés még nagyobb lesz.

Az adósságleépítés azonban az automatikus stabilizátorokon keresztül – azokban az országokban, amelyekben erre van lehetőség – rontja a költségvetés helyzetét, és növeli az adósságrátát is. A lakásépítések visszaesésével csökken a kereslet a nem külkereskedhető (*non-tradable*) termékek és a szolgáltatások iránt. Ha a lakásberuházási keresletcsökkenés egy része a fogyasztási cikkek piacán jelenik meg, akkor megnő a fogyasztás és ezen keresztül a külkereskedhető (*tradable*) termékek iránti kereslet is. A külső egyensúly akár javulhat is, mert a belföldi árak alakulása reálleértékelődéshez vezet, ami ellensúlyozhatja a megnövekedett fogyasztási kereslet egyenlegcsökkentő hatását.

Az adósságleépítés addig tart, ameddig az adósság valamilyen fenntartható szintre nem csökken. A fenntartható adósságot többféleképpen lehet számszerűsíteni (lásd *Wyplosz* [2011]). A legnagyobb kihívás az, hogy az adósság folyamatát többnyire hosszú távon lehet csak értékelni, amit viszont megnehezít, hogy a változók közötti kétirányú kapcsolat feltételezése miatt az adósság is befolyásolja a többi változó alakulását. Elvileg az a közös ezekben a megközelítésekben, hogy a vagyon jelenértékére valamilyen feltételt szabnak meg. A legegyszerűbb szabály az, hogy a nettó vagyon jelenértéke mindig pozitív legyen. Ennél szigorúbb szabály az, amelyik ezt kiigazítási lépés nélkül követeli meg. Végül, egy lazább szabály csak azt követeli meg, hogy a nettó vagyon pozitívvá váljon, azaz eleinte lehet akár negatív is. Az ilyen és az ezekhez hasonló elvi szabályok gyakorlati követelményként való számszerűsítése több ponton kíván meg döntést a használatos mutatók értelmezését és számszerűsítését illetően. Többnyire a feltételeket a bruttó adósságra fogalmazzák meg két okból is. Egyrészt a nettó vagyon kevésbé egységesen definiálható nemzetközi összehasonlításokban, másrészt a követelés és a tartozás kockázata nem azonos, és különösen válságosabb időkben válik el egymástól a kettő kockázati megítélése.

Tang–Upper [2010] szerint a pénzügyi válságot többnyire a vállalati adósságráta csökkenése követi; az adósság GDP-hez viszonyított aránya átlagosan 38 százalékponttal süllyed, és így a válság előtti fellendülést megelőző időszakra jellemző értékhez kerül nagyon közel. A Nemzetközi Valutaalap jelentésében megállapítja, hogy a háztartások adósságleépítési folyamata egy, a válságot megelőző adósságnövekedést követően hosszabb – az adósságleépítés medián időtartama hét év –, és az adósság/jövedelem hányados 23 százalékponttal csökken. Az adósságráta csökkenése nem figyelhető meg abban az esetben, ha a lakásszektor válságát nem előzte meg adósságnövekedés (*IMF* [2012]).

Különös jelentőséget kapott a közelmúltban az államadósság-ráta és a növekedési ütem közötti kapcsolat. Az adósságráta fenntarthatósági küszöbértékének meghatározásával már többen próbálkoztak. Nemrégiben nem csak szakmai körökben vált ismertté az úgynevezett 90 százalékos szabály.¹⁴

Az adósság-szint fenntarthatóságával összefüggésben az Európai Bizottság makrogazdasági egyensúlytalansági eljárása két küszöbértéket határoz meg; egyfelől a bruttó államadósság rátája esetében 60 százalék, míg a (konszolidált) bruttó magánadósságrátára a 133 százalékos értéket tekinti kritikusnak. Az eljárás során használt mutatószámrendszerre és azok kritikus értékeire úgy tekintenek, mint az egyensúlytalanságra figyelmeztető jelzőkre, önmagukban nem tartják értékelhetőeknek, csak kiindulási pontot szolgáltatnak az eljárás második lépéseként használt részletes országelemzések számára.

Cuerpo és szerzőtársai [2013] szerint a következő EU-országok háztartásai esetében figyelhető meg erős adósságleépítési nyomás: Ciprus, Dánia, Spanyolország, Írország,

¹⁴ Lásd *Reinhart–Rogoff* [2010]. A legfrissebb kutatási eredmények azonban nem igazolták azt, hogy az adósságráta egy küszöbértéken túljutva fékezi a növekedést. Lásd erről *Égert* [2013], *Panizza–Presbitero* [2013]. Ez persze nem zárja ki azt, hogy egy ország esetében az adósság vagy az adósságráta – túljutva egy ponton – fékezi a növekedést. Az ilyen küszöbérték feltételezése továbbra is népszerű – elsősorban a politikusok körében.

Hollandia, Portugália, Észtország, Lettország, Szlovákia, Svédország és az Egyesült Királyság, míg a nem pénzügyi vállalkozásokra nézve Belgium, Bulgária, Ciprus, Görögország, Spanyolország, Magyarország, Írország, Olaszország, Portugália, Észtország, Lettország, Szlovénia, Svédország és az Egyesült Királyság esetében okoz komoly feszültséget az adósságleépítés. Magyarország esetében a vállalati szektor kívánatos adósságleépítési mértékét a GDP 40, illetve 80 százalékára becsülik attól függően, hogy a válság előtti vagy a 2000. évi szintet tekintik fenntarthatónak.

Az adósságleépítési folyamatnak a növekedésre gyakorolt hatását jelentős mértékben befolyásolja a hitelezés alakulása. Ha például a bankszektornak is le kell építenie adósságát, akkor az felerősíti a vállalati szektor adósságleépítésének növekedést visszafogó hatását. Ebben a tekintetben a 2011-re készített számítás szerint Magyarország a hitelkeresleti és -kínálati feszültségek tekintetében Ciprus, Portugália, Spanyolország és Görögország közvetlen közelében található; ezek azok az országok az EU-országok között, ahol mindkét oldalon legmagasabb a feszültség (*Cuerpo és szerzőtársai* [2013] 30. o.).

Az adósságleépítés nagyon sokáig tarthat. Koo [2011] szerint a globális pénzügyi válság következtében számos országban alakult ki olyan helyzet, amely több elemében hasonlít ahhoz, ami Japánban a növekedés nélküli – úgynevezett elvesztegetett – évtizedhez vezetett. Koo azt javasolja, hogy ha lehetséges, az állam mindaddig lépjen a magánszektor helyébe, folytassa az eladósodást, amíg a magánszektor adósságát leépíti.

Az exporttöbblet, a tőkekiáramlás és a nettó külföldi kötelezettségállomány alakulása

Miután áttekintettük az eladósodás hazai tapasztalatait, nemzetközi összefüggéseit és az adósságleépülés koncepcionális kérdéseit, rátérhetünk az állományok változását kísérő tranzakciók (*flow*-k) elemzésére. Jóllehet statisztikai értemben a tranzakciók „okozzák” az állományok változását (nyitó állomány + tranzakciók + ártértékelődések = záró állomány), szándékosan használjuk az ok-okozati kapcsolat irányát homályban hagyó „kísérik” kifejezést. Amint ugyanis az előzőekben láthattuk, a túlzottá vált adósságszintek szándékolt mérséklése, illetve spontán csökkenése (a többnyire „mérlegalkalmazkodásként” fordított „*balance sheet adjustment*”) is előidézheti a tranzakciók terjedelmének és egyenlegének változását.¹⁵ A továbbiakban első lépésként az elmúlt évek hazai makrogazdasági folyamatainak külgazdasági oldalát vizsgáljuk nemzetközi összehasonlításban. A kimagasló exporttöbblet kialakulásának dekomponálásával kezdjük, és a nettó export fizetési mérlegen belüli szerepével folytatjuk a statisztikai elemzést, bemutatva, hogy a jelentős exporttöbbletet szükségképpen kíséri jelentős tőkekiáramlás. Ezt követően foglalkozunk majd a külkereskedelmi többlet belföldi hátterével.

¹⁵ A belföldi makrogazdasági folyamatok és a külgazdasági tranzakciók közötti, valamint a külgazdasági tranzakciókat egymással összekapcsoló alapvető számviteli összefüggéseket a *Függelékben* tekintjük át.

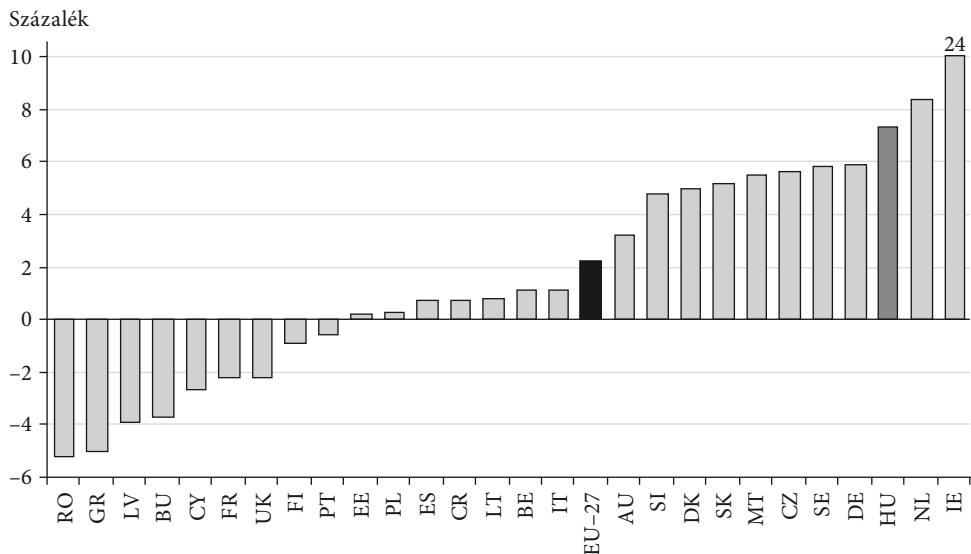
A hazai exporttöbblet mérete és a nettó export változásának összetevői európai összehasonlításban

Magyarország áru- és szolgáltatáskereskedelmi egyenlegében (a nemzeti számlák szerint értelmezett nettó exportjában) évek óta folyamatosan emelkedik a GDP-arányos többlet. 2005-ben még 2 százalékos volt a deficit, ez 2007-ben fordult át 1 százalékos aktívumba, amely 2012-ben 7,4 százalékra, 2013-ban pedig 8 százalékig emelkedett.

Mindenekelőtt azt célszerű tisztázni, hogy a 2012. évi többlet hogyan fest európai összehasonlításban. Az 5. ábra szerint ez messze kiemelkedik az európai mezőnyből: Írország extrém (a GDP 24 százalékát elérő, főként a külföldi jövedelmek alacsony adóztatásához köthető) többletét leszámítva, egyedül Hollandiában mutatkozott a hazainál nagyobb GDP-arányos aktívum az áru- és szolgáltatáskereskedelemben.

5. ábra

GDP-arányos nettó export az EU tagországaiban, valamint az EU-27 (súlyozatlan) átlaga 2012-ben (százalék)



Megjegyzés: az EU-szabályok szerinti országkódokat lásd a következő linken: <http://publications.europa.eu/code/hu/hu-370100.htm>.

Forrás: Eurostat.

Indokolt azonban megvizsgálni, hogyan alakult ki ez a jelentős többlet. A nettó export GDP-hez viszonyított arányát ugyanis a folyó áron mért export emelkedése, az import csökkenése és a GDP összehúzódása egyaránt növelheti. Amint azonban az (1) dekompozíció alapján látható, a GDP változása nem önmagában, hanem a kezdeti nettó exporttal interakcióban befolyásolja a GDP-arányos nettó export változását:

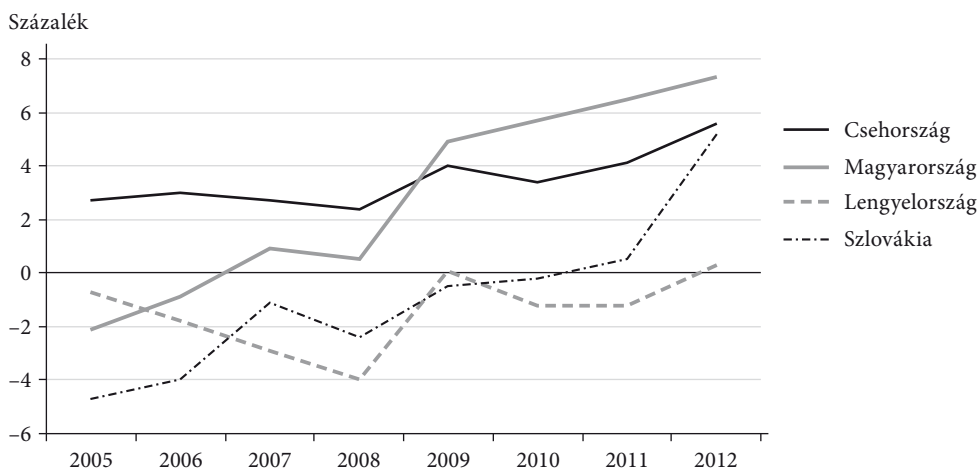
$$\frac{X - M}{Y} - \frac{X_{-1} - M_{-1}}{Y_{-1}} = \left(\frac{X - X_{-1}}{Y} - \frac{M - M_{-1}}{Y} \right) - \frac{X_{-1} - M_{-1}}{Y_{-1}} \times \frac{Y - Y_{-1}}{Y}, \quad (1)$$

ahol X a kivitelt, M a behozatalt és Y a GDP-t, a -1 alsó index pedig a bázisidőszakot jelöli. A formula azt mutatja, hogy a GDP-arányos nettó export változását egyrészt a nettó export változásának a tárgyidőszaki GDP-hez viszonyított aránya (a zárójeles tag) befolyásolja, másrészt bázisidőszaki GDP-arányos nettó exportnak a gazdasági növekedéssel képzett szorzata. Ez utóbbi hatás akkor számottevő, ha a kezdeti export- (illetve import-) többlet és a gazdasági növekedés (illetve visszaesés) egyaránt jelentős.¹⁶

A 6. ábra a négy visegrádi ország GDP-arányos nettó exportját mutatja 2005 és 2012 között, a 7. ábra pedig a nettó export változását és összetevőit egyrészt 2008-ig (a válság kitöréséig), másrészt 2009-től 2012-ig.

6. ábra

A GDP-arányos nettó export a visegrádi országokban 2005 és 2012 között (százalék)



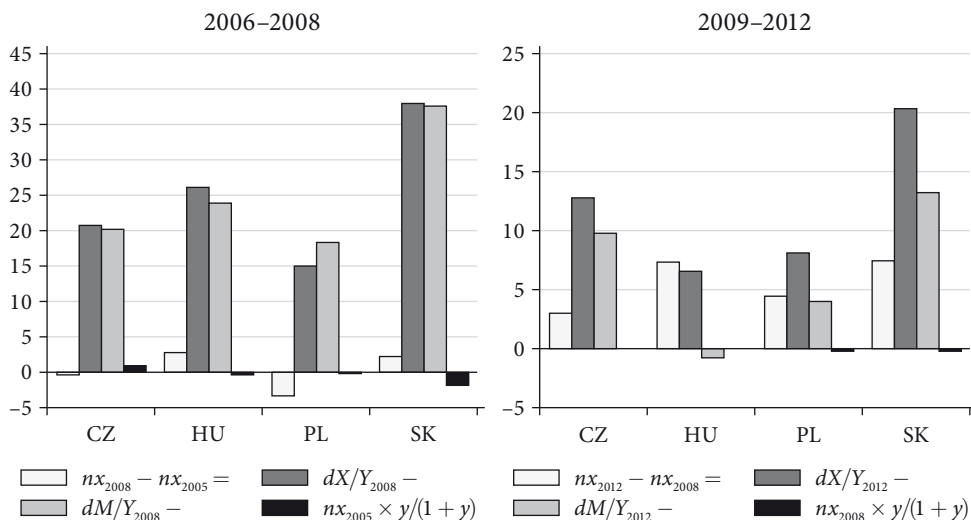
Forrás: Eurostat.

Magyarországnak nemcsak az exporttöbblete jelentős, hanem annak változása is. 2007-ben szűnt meg a korábbi deficit; 2008 és 2012 között 6,8 százalékponttal emelkedett a GDP-arányos aktívum (a változás mértéke Szlovákiában jelentősebb, de ott csak 2011-ben alakult ki többlet). Csehországban a teljes időszakban pozitív volt az egyenleg, Lengyelországban pedig 2009 óta egyensúly közeli volt az export–import egyenleg. A 7. ábra arról ad képet, hogy a négy országban milyen tényezők alakították a GDP-arányos egyenlegek változását. A számítások az Eurostat által közzétett folyó áras (euróban mért) adatokra támaszkodnak.

¹⁶ A nagy kezdeti importtöbblet és gyors gazdasági növekedés kombinációjának a nettó importráta emelkedését számottevően fékező hatását mutatják a balti államok, Bulgária és Románia tapasztalatai 2006 és 2008 között. A nagy kezdeti importtöbblet és a jelentős GDP-zsugorodás kombinációjának a nettó exportráta emelkedését visszafogó hatására pedig Görögország 2009 és 2012 közötti tapasztalatai kínálnak példát. Műhelytanulmányunk M2. táblázata a dekompozíció értelmezését segítő alaptadatok – GDP-arányos export, import és nettó export –, az M3. táblázata pedig a dekompozíció eredményeit tartalmazza 27 EU-tagországra a 2006–2008-as, valamint a 2009–2012-es időszakra (Halpern–Oblath [2014] – <http://econ.core.hu/file/download/mtdp/MTDP1412.pdf>).

7. ábra

A folyó áron mért, GDP-arányos nettó export változása és összetevői 2006 és 2008, illetve 2009 és 2012 között (százalékpont)



Jelölések: $nx_t - nx_{t-1}$ a GDP-arányos nettó export változása; dX/Y_t illetve dM/Y_t az export, illetve az import változása a tárgyidőszaki GDP arányában; $nx_{t-1} \times y/(1+y)$ a bázisidőszaki nettó export és a gazdasági növekedés interakciójának hatása.

Forrás: Eurostat alapján saját számítás.

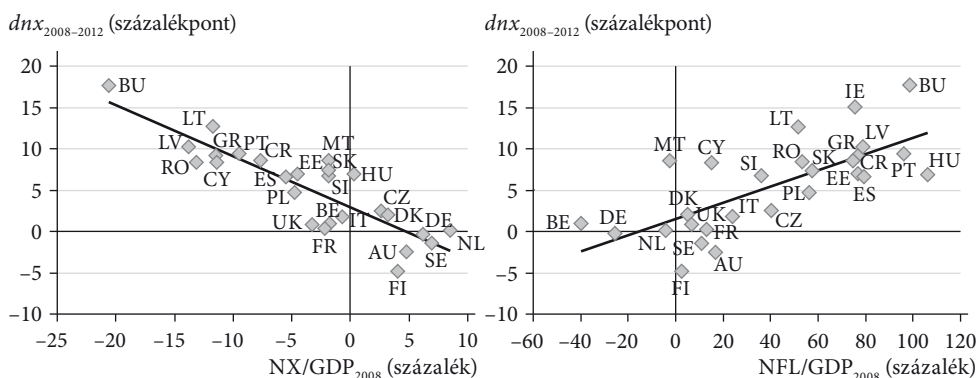
Az egyes országokhoz tartozó négy oszlop közül az első a GDP-arányos nettó export változását mutatja (százalékpontban), a második az exportbővülés (pozitív), a harmadik az importbővülés (negatív) hozzájárulását, a negyedik pedig a GDP-bővülés és a kezdeti nettó export együttes hatását jelzi (ez a hatás akkor pozitív, ha az előjel negatív). Látható, hogy az utóbbi egyedül Szlovákia esetében volt számottevő az első időszakban (viszonylag nagy volt a kezdeti deficit és gyorsan nőtt a GDP). Ami a két időszak egybevetése, illetve a Magyarországot jellemző folyamatoknak a másik három országgal való összehasonlítása alapján szembetűnik, az az, hogy export és az import hozzájárulása rendkívül jelentősen változott. Amíg az első periódusban Csehországnál és Lengyelországnál nagyobb relatív export- és importbővüléssel sikerült elérni a nettó exportráta mintegy 2,5 százalékpontnyi emelkedését, addig a második időszakban a négy ország közül Magyarországon volt a legcsekélyebb a kivitel növekedésének hozzájárulása, és – egyedülálló módon – az import csökkenése is hozzájárult (0,7 ponttal) a nettó exportráta 7,3 százalékpontnyi emelkedéséhez. Különösen elgondolkodtató a Szlovákiával való összehasonlítás (jobb oldali ábra, utolsó négy oszlop): északi szomszédunk úgy ért el ugyanekkora, azonos irányú változást, hogy közben a kivitel bővülésének hozzájárulása több mint 20, a behozatalé pedig több mint 13 százalékpontot tett ki.

Magyarország GDP-arányos nettó exportjának 2008 óta bekövetkezett változását érdemes szélesebb keretbe helyezve, az EU-tagországokkal összehasonlítva is bemutatni. A térség egészét tekintve ugyanis a külkereskedelmi egyenleg változása (a 8. ábrán jelzett) két – egymással is összefüggő – tényezővel mutat szoros kapcsolatot:

a GDP-arányos nettó export, valamint a nettó külső kötelezettségráta (NFL/GDP)¹⁷ „kezdeti” (2008. évi) értékével. (A belföldi tényezők közül a beruházások volumenváltozásával függ szorosan össze, erre visszatérünk.) Érthető, hogy a válság előtt létrejött kereskedelmi deficitek mérete jelentősen befolyásolta a kiigazítás későbbi mértékét, ellenben figyelemre méltó, hogy amíg a nettó export változása alig mutat kapcsolatot a nettó külső adósságrátaival, addig a külföldi működőtőkéket is tartalmazó nettó külföldi kötelezettségráta válság előtti szintje a kereskedelmi egyenleg változásának szignifikáns magyarázó tényezője. Ez arra utal, hogy a finanszírozási korlátok, illetve alkalmazkodási/kiigazítási kényszerek szempontjából nincs éles választóvonal a működőtőke-, illetve az adósságtípusú nettó külföldi kötelezettségek között.

8. ábra

A GDP-arányos nettó export változása 2008 és 2012 között a 2008. évi nettó export (bal oldal), illetve a 2008. évi nettó külföldi kötelezettségráta (jobb oldal) függvényében az EU tagországokban*



* A bal oldalról kihagytuk Írországot, ahol a 9 százalékos többlet 24 százalékra emelkedett.
Forrás: Eurostat alapján saját számítás.

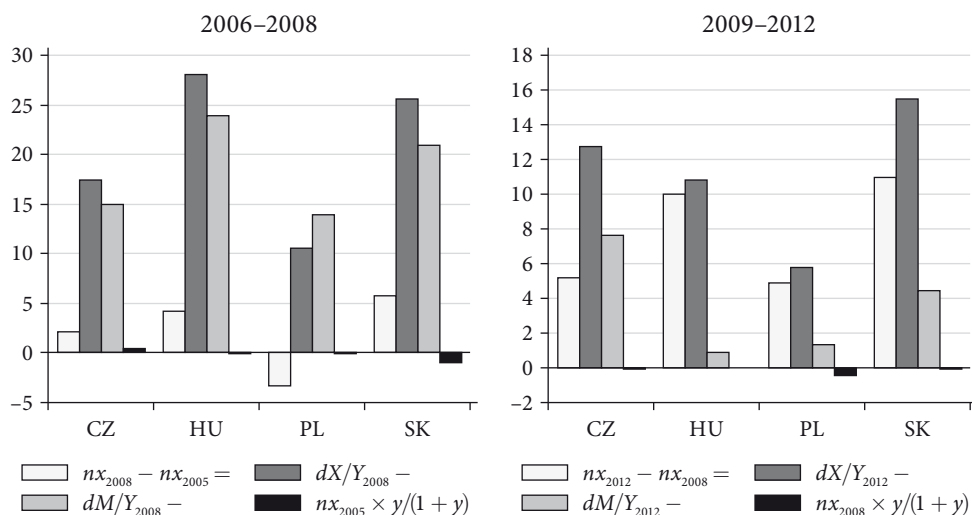
A 8. ábrán egyrészt látható, hogy a hazai nettó export változása európai összehasonlításban korántsem kirívó: az euróövezet válságországaiban (általában az árfolyamot rögzítő országokban) jelentősebb volt a kiigazítás mértéke. Másrészt az is kitűnik, hogy a térség egészét jellemző trendhez képest nálunk a nettó export változása nagyobb volt, ha azt a „kezdeti” nettó exporthoz, és kisebb, ha a nettó külföldi kötelezettséghez viszonyítjuk. 2008-ban Magyarország nettó külső kötelezettségrátája (NFL/GDP) volt a legmagasabb az EU-ban, s az akkori egyensúly közeli nettó exporttal egyértelműen kilógott a sorból. A válságot megelőzően ugyanis szoros pozitív kapcsolat mutatkozott az importtöbblet mértéke és az NFL/GDP mutató között: azokat az országokat, amelyek jelentős kötelezettségeket halmoztak fel, általában számottevő folyó hiányok is jellemezték. (2012-re egyébként a nettó külső kötelezettségráta tekintetében hátrébb kerültünk: Portugália, Írország és Görögország rátája magasabb volt a hazainál.)

¹⁷ NFL: nettó külföldi kötelezettségek (*net foreign liabilities*).

A nettó export folyó áron mért relatív nagysága s annak változása a további elemzés szempontjából azért fontos, mert ezek az adatok kapcsolhatók össze a következőkben vizsgálandó fizetésimérleg-tételekkel (nettó hitelnyújtással, illetve tőkeáramlással), továbbá a nettó hitelnyújtás belföldi ellentételének szektorok közötti felbontásával. Amikor azonban a továbbiakban a hazai exporttöbblet belföldi realgazdasági háttéréről igyekszünk képet kapni, a folyó áras mutatók mellett fontosak lesznek a *változatlan áron* mért indikátorok (változások és ráták), hiszen ezek tájékoztatnak a gazdaság reálteljesítményéről. Ezért a visegrádi négyekre bemutatjuk a nettó export rátájának a változását és annak dekompozícióját 2005. évi árakon is. A változatlan áras felbontás értelmezéséhez azonban tudni kell, hogy 2012-ben Magyarország a 2005. évi áron mért export- (107 százalék) és importhányadot (95 százalék) tekintve egyaránt szélső pozícióba került az EU-tagországok között. Luxemburgon kívül – amelytől az ilyen összehasonlításokban mindig eltekintünk – nincs más ország, amelynek az így mért exporthányada meghaladja a GDP 100 százalékát, és egyedül Észtország közelíti meg a magyarországi importhányadot. Ez arra utal, hogy a hazai külgazdasági szektor reálteljesítménye európai összehasonlításban szokatlan mértékben távolodott el a gazdaság összteljesítményétől (lásd erről *Oblath* [2010]). Mindezek fényében értelmezendő a 9. ábra, amely a GDP-arányos nettó export változatlan áron mért alakulásának összetevőit mutatja be. (Az EU valamennyi tagországa vonatkozó számítás értelmezéséhez szükséges információk *Halpern–Oblath* [2014] M4. táblázatában, a számítás részletei ugyanott az M5. táblázatban szerepelnek.)

9. ábra

A GDP-arányos nettó export változása és összetevői 2005. évi áron, 2006 és 2008 (bal oldal), illetve 2009 és 2012 (jobb oldal) között (százalékpont)



Jelölések: lásd a 7. ábrát.

Forrás: Eurostat alapján saját számítás.

Magyarországon az export változásának változatlan áron mért hozzájárulása mindkét időszakban nagyobb, mint folyó áron (az export hozzájárulását tekintve az első időszakban az élen álltunk, a másodikban Szlovákia és Csehország mögé szorultunk), továbbá a második időszakban a hazai import nem csökkent, hanem minimálisan emelkedett. Ez abból eredt, hogy a nemzetgazdasági kivitel és behozatal GDP-hez viszonyított árszintje egyaránt csökkent, amiben a négy ország között egyedül állunk. A folyó, illetve változatlan áron mért export és import hozzájárulásának eltérése a *belső reálárfolyam* változásának egyfajta mutatójaként is felfogható.¹⁸ 2008 és 2012 között a külkereskedelemben *bekerült* áruk és szolgáltatások relatív ára nálunk csökkent, Lengyelországban mérsékelten, Szlovákiában számottevően emelkedett, Csehországban az exporté nem változott, az importé emelkedett.

Az export, illetve az import relatív árváltozásának egybevetéséből az is kitűnik, hogy mind a négy ország cserearányai romlottak, bár eltérő mértékben: a legnagyobb cserearány-vesztést Szlovákia szenvedte el, Magyarországon és Csehországban némileg enyhébb, Lengyelországban pedig minimális volt az árvesztés.

Elemzésünk elsősorban GDP-arányos mutatókra támaszkodik, hiszen a kivitel, a behozatal, valamint a kettő közötti különbség nemzetgazdasági összefüggéseiről igyekszik képet adni. A hazai áru- és szolgáltatás- külkereskedelem alakulásáról alkotott kép azonban hiányos lenne, ha nem térnénk ki a kivitelünk nemzetközi piaci részesedésének, illetve a behozatalunk világimportban képviselt részarányának változására. A 2008–2012 közötti időszakra összpontosítunk, azokra az évekre, amelyeket a GDP-arányos nettó export szakadatlan emelkedése jellemzett.

A kivitel piaci részesedés-változásának vizsgálatához alkalmas kiindulópont az EU makrogazdasági egyensúlytalansági eljárása (*Macroeconomic Imbalance Procedure, MIP*) keretében vizsgált mutató,¹⁹ amely a világ áru- és szolgáltatáskivitelében képviselt, folyó áron mért részaránynak az öt évvel korábbi szinthez viszonyított változása. A 10. ábra bal oldalán e mutató alakulását láthatjuk a visegrádi országok körében. Amíg Lengyelországot és Szlovákiát (valamint Csehországot 2011-ig) a növekedési ütem mérséklődése jellemzi, Magyarország részesedése 2010 óta csökken a világexportban, amelynek 18 százalékos 2012. évi mértéke jóval túllépte a MIP által kritikusnak tekintett 6 százalékos küszöböt. Az ábra jobb oldala egy ehhez hasonló, az AMECO-adatbázison alapuló, saját számítás eredményét mutatja be. Itt az egyes országok saját exportpiacaik bővüléséhez viszonyított áru- és szolgáltatáskivitelének változását²⁰ láthatjuk az öt évvel korábbival összehasonlítva, ez esetben azonban nem folyó, hanem változatlan áron mérve. Bár a hazai kivitel így értelmezett relatív volumenváltozása még 2012-ben is mintegy 10 százalékos – vagyis a folyó áron mért összehasonlítással ellentétben, nem válik negatívvá –, a mutató meredek, sőt gyorsuló süllyedése világosan jelzi a kedvezőtlen irányzatot. A másik három ország muta-

¹⁸ A „belső” és „külső” reálárfolyam fogalmi és statisztikai kérdéseiről lásd például Égert–Halpern–MacDonald [2006].

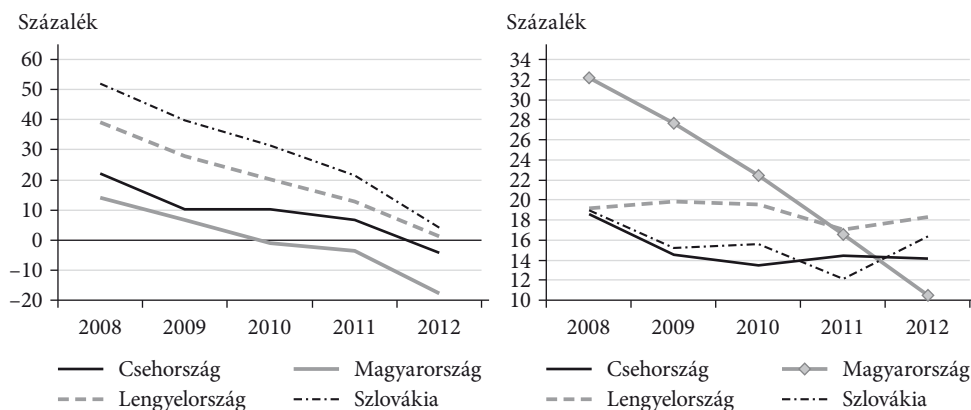
¹⁹ http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/macroeconomic_imbalance_procedure/mip_scoreboard/index_en.htm.

²⁰ A felhasznált mutató megnevezése az AMECO-ban: Market performance of exports of goods and services on export weighted imports of goods and services.

tója 2012-re a magyar fölé került, és egyikük esetében sem mutatkozik a magyarhoz hasonló, határozott irányzat.

10. ábra

A folyó áron mért áru- és szolgáltatásexport világpiaci részesedésének változása (bal oldal) és a változatlan áron mért áru- és szolgáltatáskivitel piaci részesedésének változása (jobb oldal) az öt évvel korábbi szinthez viszonyítva 2008 és 2012 között (százalék)



Forrás: bal oldali ábra: Európai Bizottság MIP-scoreboard; jobb oldali ábra: AMECO alapján készült saját számítás.

Az a körülmény, hogy a hazai külkereskedelmi többlet emelkedését a kivitel gyengülő piaci teljesítménye kísérte, arra utal, hogy a nemzetközi összehasonlításban kimagasló exporttöbblet háttérében a kirívóan gyenge „importteljesítményt” kell keresni. A 11. ábra, amely a visegrádi országoknak a világ áruexportjában és -importjában képviselt részesedések változásáról ad képet, pontosan ezt mutatja.

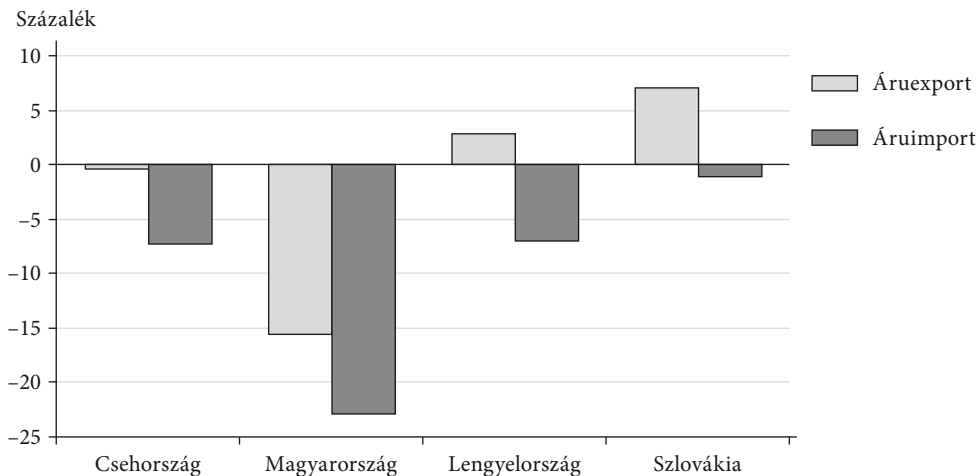
Abban az időszakban, amelyben a GDP-arányos árukiviteli egyenlegünk²¹ 1,2 százalékos deficitből 3,6 százalékos többletbe fordult át, vagyis a mérleg mintegy 5 százalékponttal „javult”, a folyó áron mért exportunk részesedése csaknem 16 százalékkal csökkent a világkereskedelemben, ezt azonban jóval meghaladta behozatalunk részarányának zsugorodása (23 százalék). A másik három országban ennél lényegesen enyhébbnek bizonyult az importrészesedés csökkenése, miközben az exportrészarány Csehországban alig változott, Lengyelországban és Szlovákiában pedig emelkedett.²²

²¹ Lásd Halpern–Oblath [2014] M8. táblázatát a GDP-arányos áru- és szolgáltatásforgalmi egyenleg összetevőiről.

²² Ehhez közvetlenül kapcsolódik Halpern–Oblath [2014] M2. ábrája, amely az áru- és szolgáltatásforgalom változásának összetevőiről (áru és szolgáltatás; export és import; volumen-, ár- és értékváltozás szerint) nyújt áttekintést a visegrádi országokra. Az összehasonlításból kitűnik, hogy Magyarország az elmúlt években csaknem valamennyi metszetben rosszabbul teljesített a többi országnál, ahogyan az is, hogy a 2000–2007, valamint a 2008–2012 közötti időszak egybevetése számunkra kifejezetten hátrányos. Magyarország szempontjából különösen kedvezőtlenek a folyó áron mért, illetve az árukereskedelemre vonatkozó összehasonlítások. A szolgáltatásexport volt az egyetlen terület, ahol Magyarország nemzetközi összehasonlításban és más tevékenységekhez viszonyítva jól teljesített.

11. ábra

A világ folyó áron mért áruexportjában és áruimportjában képviselt részarányok változása 2008 és 2012 között (százalék)



Forrás: saját számítás az AMECO-adatbázis alapján.

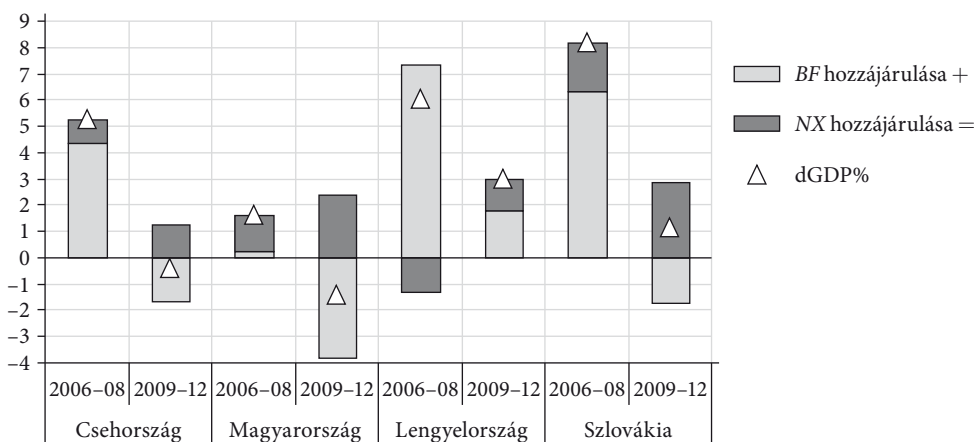
Itt visszatérünk a GDP-arányos, változatlan áron mért kiviteli és behozatali hozzájárulásokra. Ha a növekményeket a bázisévi GDP-hez viszonyítjuk, akkor a kettő különbségeként a nettó export növekedési hozzájárulásához jutunk, amely – a belföldi felhasználásával egybevetve – a gazdasági növekedés/visszaesés keresleti tényezőit illetően tartalmaz fontos információt.²³ A 12. ábra mutatja a nettó export, illetve a belföldi felhasználás százalékpontban mért hozzájárulását a GDP évi átlagos változásához a négy összehasonlított országban (Halpern–Oblath [2014] M6. táblázata tartalmaz valamennyi EU-tagországra vonatkozó, a fogyasztás, illetve beruházás hozzájárulására is kiterjedő adatokat).

A válságot követően mind a négy országban pozitív a nettó export növekedési hozzájárulása, de ehhez egyedül Lengyelországban társult a belföldi felhasználás emelkedése, így a lengyel gazdaság igen gyorsan bővült. A belföldi felhasználás visszaesése Magyarországon volt a legsúlyosabb, s mivel ezt a hatást a nettó export kedvező hozzájárulása csak tompítani tudta, a hazai GDP jelentősen csökkent. Figyelmet érdemel azonban, hogy miközben Szlovákiában a nettó export pozitív hozzájárulása nagyjából megegyezett a magyarországiával, a belföldi felhasználás csökkenése ott sokkal kisebb volt, s így a gazdaság, ha szerény mértékben is, de növekedni tudott. Ez úgy is megfogalmazható, hogy a nettó export hasonló relatív javulásának Szlovákiában lényegesen kisebb volt a belföldi felhasználás visszaesésében kifejezett költsége, mint Magyarországon.

²³ A nettó export (NX) növekedési hozzájárulása: $(NX_t - NX_{t-1})/Y_{t-1} = [(X_t - X_{t-1})/Y_{t-1} - (M_t - M_{t-1})/Y_{t-1}]$. A belföldi felhasználás (BF) növekedési hozzájárulása: $(BF_t - BF_{t-1})/Y_{t-1}$. (Y_t/Y_{t-1}) GDP növekedési üteme $-1 = NX$ növekedési hozzájárulása + BF növekedési hozzájárulása. Jelölések: Y , NX , X , M és BF rendre a GDP, a nettó export, az export, az import és a belföldi felhasználás változatlan áron mért szintje; t a tárgyidőszak, $t-1$ a bázisidőszak jele.

12. ábra

A belföldi felhasználás (BF) és a nettó export (NX) hozzájárulása a GDP átlagos évi növekedéséhez a visegrádi országokban 2006 és 2008, illetve 2009 és 2012 között (százalékpont, illetve százalékos változás)



Forrás: Eurostat alapján saját számítás.

Ha viszont a válságot közvetlenül megelőző két év (2006–2008), valamint a 2009–2012 közötti időszak változásait vetjük egybe, akkor azt láthatjuk, hogy Magyarországon a válság által okozott sokk némileg enyhébb volt, mint a többi országban. Nálunk a belföldi felhasználás növekedési hozzájárulása 4, Lengyelországban 5,5, Csehországban 6, Szlovákiában pedig 8 százalékponttal csökkent a két időszak között. A különbségek fő oka az, hogy 2006–2008-ban Magyarországon – a megindult költségvetési konszolidáció folytán – a belföldi felhasználás alig bővült, miközben a másik három országban éppen ekkor jutott növekedésének csúcsára. Így a gazdasági növekedés ütemváltását tekintve Lengyelországhoz hasonló a helyzetünk; Csehországban és Szlovákiában sokkal jelentősebb volt a növekedési ütemben bekövetkezett fordulat. A változatlan áron mért nettó export és a belföldi felhasználás kapcsolatára még visszatérünk; előbb azonban a folyó áron mért nettó export és a tőkeáramlás közötti hazai összefüggésről kell szólni.

Nettó export, nettó hitelnyújtás és tőkeáramlás

A nettó export és a nettó tőkeáramlás kapcsolatát a Függelékben felírt (F3) és (F6) azonosság összekötésével és átrendezésével mutathatjuk be. A nettó export (NX), a nettó külföldi jövedelem (NFI), valamint az összes (folyó és tőke-) transzfer (NFT) egyenlege, korrigálva a statisztikai eltéréssel (*net errors and omissions* NEO), megadja a gazdaság úgynevezett alulról számított nettó hitelnyújtását (finanszírozási képességét), amelyet a pénzügyi mérleg (FINA) egyenlege finanszíroz.

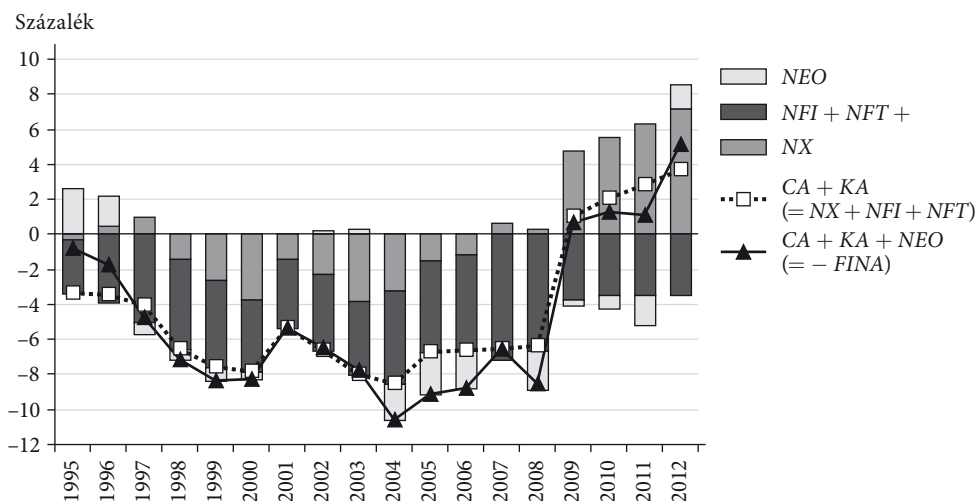
$$(NX + NFI + NFT) + NEO = -FINA.$$

A zárójelben szereplő három tag összege megegyezik a folyó mérleg (CA) és a tőke mérleg (KA) összevont egyenlegével (a „felülről számított” nettó hitelnyújtással, illetve finanszírozási képességgel).

A 13. ábra hazai adatok alapján – a jövedelem- és a transzfermérleget (NFI-t és NFT-t) összevonva – reprodukálja a fenti összefüggés időbeli alakulását. Jóllehet Magyarországon, az EU legtöbb tagországához hasonlóan, hosszabb távon is szoros (negatív) kapcsolat mutatkozik a nettó export és a pénzügyi mérleg egyenlege között (mind a szinteket, mind a változásokat tekintve), most az elmúlt négy évre összpontosítunk: arra az időszakra, amelyet a pénzügyi mérleg deficitje, vagyis tőkekiáramlás jellemzett.

13. ábra

A GDP-arányos „felülről” és „alulról” számított finanszírozási képesség és főbb összetevőinek alakulása Magyarországon 1995 és 2012 között



Jelölések: NEO: statisztikai eltérés; NFI: nettó külföldi jövedelem; NFT: nettó külföldi (folyó és tőke-) transzfer; NX: nettó export; CA: folyó fizetési mérleg; KA: tőkemérleg; FINA: pénzügyi mérleg.

Forrás: MNB-adatok alapján saját számítás.

Szembevetendő, hogy 2009 és 2012 között a jövedelmi és transzfermérleg GDP-arányos együttes egyenlege lényegében nem változott (a jövedelemegyenleg némi romlását ellensúlyozta az EU-transzferek beáramlása); így a „felülről számított” növekvő nettó külföldi hitelnyújtás (a folyó és tőkemérleg együttes egyenlegének fokozódó többlete) főleg az áru- és szolgáltatáskereskedelmi többlet emelkedéséhez köthető. A tőkeáramlást jelző finanszírozási oldalon a folyamatok iránya azonos, de volt olyan év (2011), amikor a (negatív) NEO emelkedése eltérítette egymástól a kétféle oldalról mért nettó hitelnyújtás változásának irányát. 2012-ben, éppen ellenkezőleg, nagyobbak mutatkoztak a külföld finanszírozása, mint amit a folyó és tőkemérleg együttes egyenlege indokol. Ez a regisztráltnál nagyobb exporttöbbletből és/vagy kisebb nettó tőkekiáramlásból egyaránt adódhat. Ha azonban a statisztikai eltéréstől

*eltekintünk, egyértelmű a nettó export és a nettó külföldi hitelnyújtás alakulásának rendkívül szoros kapcsolata.*²⁴ Arra nézve, hogy 2012 eleje óta miért nagyobb az alulról mért, mint a felülről számított többlet, nincs kézenfekvő magyarázat, a jelenség azonban ellentmond a tőkemenekítés feltevésének.

A tőkeáramlás iránya és a nettó külső kötelezettségráta változása

A külső pénzügyi folyamatok áttekintését a GDP-arányos külső kötelezettségállomány változásának felbontásával zárjuk. A nettó külső kötelezettség (*net foreign liabilities, NFL*) az adósság, valamint nem adósság típusú kötelezettségek és követelések különbsége; a nagysága megegyezik az ország *negatív* nettó befektetési pozíciójával (*net international investment position, NIIP*). Az *NFL* változása közvetlenül összefügg a pénzügyi mérleg egyenlegével (nettó tőkebeáramlás nyomán emelkednek, nettó tőkekiáramlással csökkennek a nettó külső kötelezettségek), de az átértékelődésnek is jelentős hatása lehet, továbbá a GDP arányában kifejezett mutató változását a gazdasági növekedés üteme is befolyásolja:

$$nfl_t - nfl_{t-1} = \frac{NFL_t - NFL_{t-1}}{Y_t} - \frac{NFL_{t-1}}{Y_{t-1}} \left(\frac{Y_t - Y_{t-1}}{Y_t} \right), \quad (2)$$

ahol *NFL* a nettó külső kötelezettségráta, *nfl* annak GDP-arányos értéke, *Y* a nominális GDP, *t* és *t - 1* indexek pedig a tárgy-, illetve bázisidőszakot jelölik. A jobb oldal első tagja a nettó külföldi kötelezettségráta tárgyévi változásának a tárgyévi GDP-hez mért arányát, a második tag pedig a bázisévi nettó külföldi kötelezettségráta és a gazdasági növekedés interakciójának hatását mutatja.²⁵ A második tag azt jelzi, hogy a külső kötelezettségráta emelkedését annál inkább lassítja a gazdasági növekedés, minél magasabb a kezdeti ráta, ám *a gazdasági visszaesésnek* a ráta *emelkedésére* gyakorolt hatása is a kezdeti szint növekvő függvénye. A jobb oldali első tag számlálójának összetevői:

$$NFL_t - NFL_{t-1} = (\text{tranzakciók})_t + (\text{nettó átértékelődési veszteség})_t + (\text{egyéb volumen-változások})_t,$$

$$\text{ahol } (\text{tranzakciók})_t = \text{FINA}_t = -(\text{CA}_t + \text{KA}_t + \text{NEO})_t.$$

Vagyis a nettó külföldi kötelezettséget növeli a pénzügyi mérleg pozitív egyenlege, akárcsak a nettó átértékelődési veszteség. A pénzügyi mérleg deficitje és az átértékelődési nyereség viszont csökkenti a nettó külső kötelezettségeket. A 14. ábrán

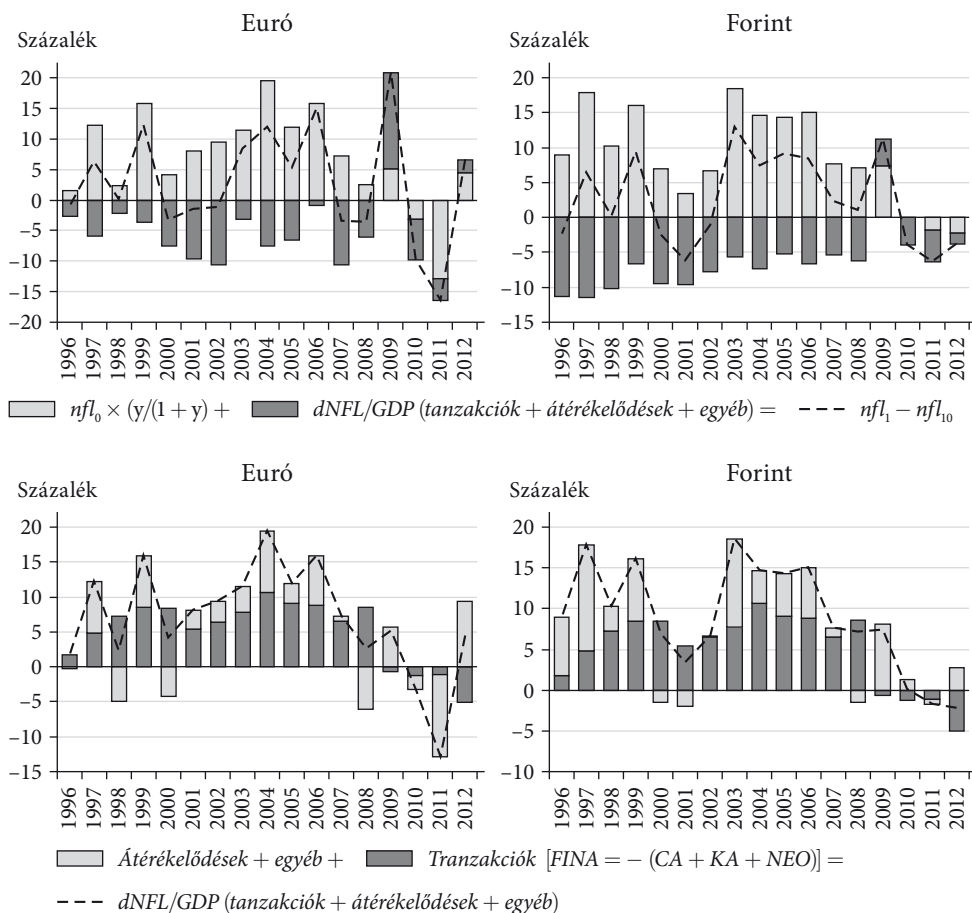
²⁴ Ehhez hozzá kell tenni: az elmúlt években az EU-forrásokból érkező (folyó és tőke-) transzferek egyenlege is jelenösen javította a folyó és tőkemérleg összevont egyenlegét. E nettó transzfer a GDP arányában a 2008. évi 1 százalékról folyamatosan emelkedett, és 2013-ban 5,5 százalékot ért el.

²⁵ A nettó külföldi kötelezettségráta változásának felbontását számos módszerrel lehet finomítani (a reál- és árváltozások megkülönböztetése, a reálárfolyam-változás hatásának elkülönítése, a reálhozam felbontása kamat-/profit-, illetve átértékelődési hatásra stb.). Ezekről lásd például Lane–Milesi-Ferretti [2005a] és [2005b], vagy – a 2005-ig tartó hazai folyamatokra alkalmazva – Antal [2006] tanulmányát.

bemutatott dekompozíciók arra hívják fel a figyelmet, hogy a nettó külföldi kötelezettségráta *rövid távú* változásáról és annak összetevőiről alkotott képet jelentősen befolyásolhatja, hogy euróban (bal oldal) vagy forintban (jobb oldal) mérjük a változásokat. (Az átértékelődési hatást és az „egyéb volumenváltozást” összevonjuk, mivel az utóbbinak a legtöbb évben csekély a jelentősége.)

14. ábra

Magyarország GDP-arányos nettó külső kötelezettségállomány-változásának dekompozíciója euróban (bal oldal) és forintban (jobb oldal)
(A nettó külső kötelezettségráta százalékpontban mért éves változása és annak összetevői)



Forrás: MNB alapján saját számítás.

A 14. ábra felső két része a gazdaság nominális növekedésének a nettó kötelezettségráta változására gyakorolt hatását különíti el a másik két tényezőtől (tranzakciók és átértékelődések), az alsó kettő pedig a tranzakciók, illetve az átértékelődések hozzájárulását mutatja. A bal, illetve jobb oldal összehasonlításából kitűnik, hogy miközben a tranzakciók hatása (vagyis a pénzügyi mérleg

GDP-arányos egyenlege) független attól, hogy euróban vagy forintban számolunk-e, mind a növekedési, mind pedig az átértékelődési hatás nagyságát, illetve előjelét – s így a nettó külső kötelezettségráta változását is – befolyásolhatja a számbavétel devizaneme. Például 2012-ben az euróadatok alapján mintegy 6,5 százalékponttal nőtt, a forintadatok szerint viszont 4 százalékponttal csökkent Magyarország nettó külföldi kötelezettség-rátája, holott a tranzakciók önmagukban – mindkét módon számítva – mintegy 5 százalékponttal járultak hozzá a külső kötelezettségráta mérsékléséhez.²⁶

A tranzakciókon kívüli tételek jelentős hatása alapvetően annak tulajdonítható, hogy Magyarországon mind a bruttó kötelezettségek és követelések szintje, mind pedig azok egyenlege rendkívül magasra emelkedett a GDP arányában. (2012-ben a GDP-hez viszonyítva a bruttó kötelezettségek 200 százalék felett, a bruttó követelések 100 százalék körül, így a nettó kötelezettségek is 100 százalék felett alakultak.) A bruttó állományok magas aránya azzal jár, hogy a nettó kötelezettségráta *változása* rendkívül érzékenyvé válik az átértékelődési hatások egyenlegére, a magas *kezdeti* nettó kötelezettségráta pedig arra vezet, hogy a GDP nominális változásának – devizanemtől függő – mértéke ugyancsak jelentősen befolyásolhatja e ráta alakulását. Az euróban és forintban mutatkozó, olykor jelentős eltérések pedig elsősorban ahhoz köthetők, hogy a tranzakciók (így a GDP és a pénzügyi számla egyenlege) évi átlagos árfolyamon, ellenben a követelés, illetve kötelezettségállományok év végi árfolyamon kerülnek számbavételre.

Az átértékelődési hatás hosszabb távon – forintban és euróban egyaránt – a nettó külső kötelezettségek rátájának emelkedéséhez járult hozzá. E tekintetben a 2011-ben tapasztaltak kivételnek számítanak. A hosszabb távú irányzat hátterének tisztázása az itt alkalmazottnál részletesebb dekompozíciót igényelne, amely tartalmazná a nettó átértékelési veszteség összetételének elemzését (a különböző külföldi kötelezettségeken és eszközökön keletkezett átértékelési nyereségek és veszteségek számbavételét), ami túlmutat írásunk keretein.²⁷ Annyit azonban leszögezhetünk, hogy a gazdaságpolitika legfeljebb a *tranzakciókat*, és azoknak is viszonylag csekély körét képes *közvetlenül* befolyásolni. Ellenben – a nemzetközi hatásokkal együtt, vagy azok által tompítva – *közvetett* módon (a gazdasági növekedésre, az inflációra és az árfolyamra gyakorolt hatása révén) befolyásolhatja a nettó külső kötelezettségek rátájának alakulását. A továbbiakban a *tranzakciók egyenlegének belföldi összetevőit* vizsgáljuk, részben makrogazdasági szinten, részben a főbb jövedelemtulajdonosi szektorok szerinti bontásban.

²⁶ Hosszabb távon azonban nagyjából együtt mozognak a forintban, illetve euróban mért GDP-arányos nettó kötelezettségek (csakúgy, mint a bruttó kötelezettségek és követelések). Azokban az években mutatkoznak jelentős eltérések, amelyekben nagy a különbség az évi átlagos és az év végi árfolyam között. Mivel 2012-ben és 2013-ban e tekintetben nem mutatkoztak jelentős különbségek, mind euróban, mind pedig forintban mérve 103-ról 93 százalékra csökkent a nettó külső kötelezettségráta.

²⁷ A kérdés azonban fontos, amint arra az Egyesült Államok fizetési mérlegének és nettó külföldi kötelezettségállománya változásának szétartó irányzata nyomán kibontakozott, az átértékelődési hatás természetére irányuló kutatások felhívták a figyelmet. Lásd például *Gourinchas-Rey* [2007], *Lane-Milesi-Ferretti* [2005b], *Obstfeld* [2004].

A nemzetközi egyenlegek hazai oldala – fogyasztás, megtakarítás és beruházás

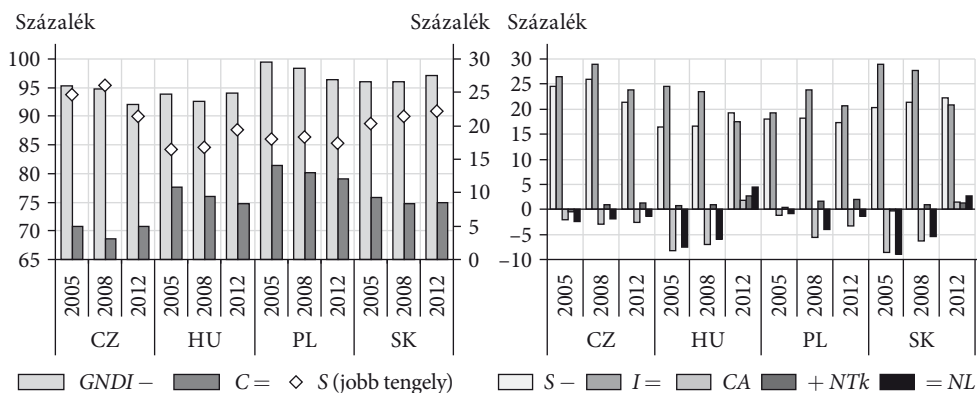
Ebben a részben először a folyó fizetési mérleg, illetve nettó külső hitelnyújtás (finanszírozási képesség) belföldi összetevőit, a megtakarítások és a felhalmozás alakulását tekintjük át, majd a nettó export javulása, valamint a bruttó és nettó beruházások visszaesése közötti kapcsolatot mutatjuk be.

A folyó fizetési mérleg egyenlege és a nettó hitelnyújtás belföldi oldala

A nemzetgazdasági megtakarítás a rendelkezésre álló nemzeti jövedelem (*gross national disposable income, GNDI*), csökkentve a fogyasztás összegével, a folyó fizetési mérleg egyenlege pedig a nemzetgazdasági megtakarítás és a bruttó felhalmozás különbségének felel meg. Ez utóbbinak a tőke-transzfereket tartalmazó tőkemérleggel összevont egyenlege a nemzetgazdaság nettó hitelnyújtása [lásd a *Függelékben* az (F2) és (F3) összefüggést]. A 15. ábra a nettó hitelnyújtást befolyásoló belföldi aggregátumok GDP-arányos szintjét mutatja a négy visegrádi országra nézve 2005-ben, 2008-ban és 2012-ben, a 16. ábra pedig a 2005 és 2008, illetve 2008 és 2012 közötti változásokról ad képet.

15. ábra

A GDP-arányos rendelkezésre álló jövedelem, fogyasztás és megtakarítás (bal oldal) és a megtakarítás–felhalmozás-egyenleg, valamint a nettó hitelnyújtás összetevői (jobb oldal)



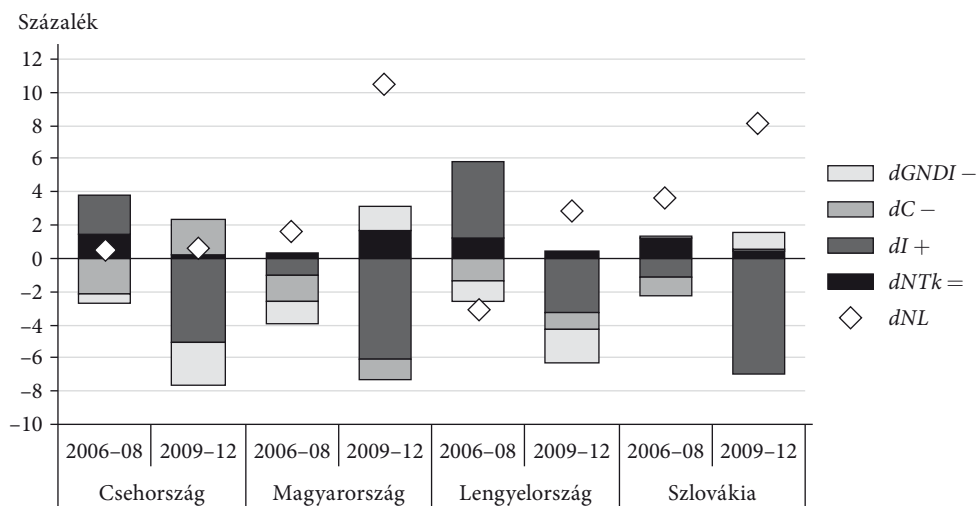
Forrás: AMECO alapján saját számítás.

Magyarország a 2012. évi, a GDP arányában közel 4 százalékos nettó hitelnyújtással kiemelkedik a négy ország közül (Csehországban és Lengyelországban a folyó és tőkemérleg összevont egyenlege negatív volt, Szlovákiában kisebb volt a többlet). A hazai többlet Csehországtól és Szlovákiától elmaradó (de Lengyelországtól kissé meghaladó) megtakarítási ráta és a valamennyi országénál alacsonyabb felhalmozási ráta mellett jött létre. A tőke-transzferek hozzájárulása a nettó hitelnyújtáshoz

viszont jelentősebb volt, mint a többi országban. Ami a 2008-hoz viszonyított *változást* és annak összetevőit illeti (16. ábra), Magyarországon a GDP arányában 10 százalékponttal javult a folyó és tőkemérleg egyenlege, amihez a megtakarítási ráta némi emelkedése és a felhalmozási ráta jelentős süllyedése egyaránt hozzájárult.

16. ábra

A belföldi tényezők és a nettó tőketranszferek hozzájárulása a GDP-arányos nettó hitelnyújtás változásához, 2006–2008 és 2009–2012 (százalékpont)



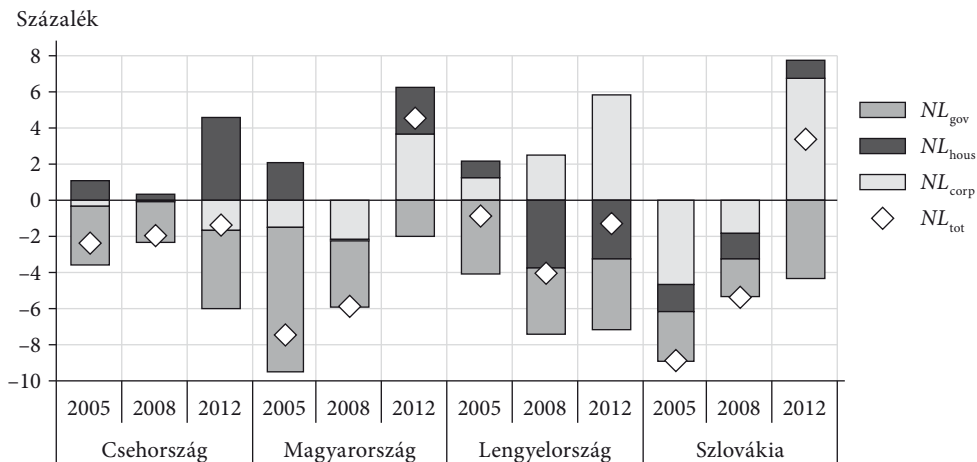
Forrás: AMECO alapján saját számítás.

A felhalmozási ráta Csehországban és Szlovákiában is csökkent, de lényegesen magasabb kezdeti szintekről, továbbá figyelmet érdemel, hogy ezekben az országokban – Magyarországgal ellentétben – a fogyasztási hányad kissé emelkedett. Igaz, Csehországban a külső egyensúlyhiány önmagában nem indokolt makrogazdasági kiigazítást (mindvégig igen alacsony volt a deficit), Szlovákiában viszont a hazaihoz hasonló arányú volt a folyó mérleg (tőketranszferekkel korrigált) hiánya. Amint azonban a 17. ábra jelzi, más volt a fő jövedelemtulajdonosok szerinti összetétele. (A 17. ábra csak a „végső” egyenleget, a nettó hitelnyújtást mutatja, a részletekről – így a magán-, illetve állami szektor megtakarításainak és felhalmozásának alakulásáról – Halpern–Oblath [2014] M5., M6. és M7. ábrái tájékoztatnak.)

Magyarországon 2005-ben és 2008-ban elsősorban a kormányzati deficit állt a külső egyensúly jelentős hiánya mögött; Szlovákiában viszont a magánszektor negatív egyenlege. A 2008 és 2012 között tapasztalt hazai makrogazdasági alkalmazkodásnak az a legszembetűnőbb sajátossága, hogy a másik három országtól eltérően, nálunk valamennyi szektor egyidejűleg igyekezett/kényszerült csökkenteni nettó hitelfelvételét (javítani a tőketranszferekkel korrigált megtakarítás–felhalmozás-egyenlegét). Csehországban és Szlovákiában számottevően romlott a kormányzati egyenleg, ami fékezte a magánszektor alkalmazkodásának növekedés-visszafogó hatását. Lengyelországban enyhébb volt a kormányzati egyenleg romlása, de ott a gaz-

17. ábra

A GDP-arányos nettó hitelnyújtás fő jövedelemtulajdonosok szerinti bontása a visegrádi országokban*



* Lengyelországban 2005-ben és 2008-ban a szektorok összege 1 százalékponttal magasabb nettó finanszírozási igényt jelez, mint a nemzetgazdaság egészére vonatkozó adat. A többi ország esetében nincs érdemi eltérés.

Jelölés: NL_{gov} , NL_{hous} , NL_{corp} , NL_{tot} rendre: a kormányzat, a háztartások, a vállalatok és a nemzetgazdaság nettó hitelnyújtása (a negatív értékek nettó hitelfelvétet jeleznek).

Forrás: AMECO alapján saját számítás.

daságot alig érintette a nemzetközi válság. A hazai gazdaságnak az elmúlt években tapasztalt nemzetközi leszakadása és valamennyi szektorának egyidejű alkalmazkodási kényszere alighanem egy töről fakad: a túlzottá vált adósságszintek folytán a költségvetés nem tompíthatta a magánszektor alkalmazkodási folyamatainak a gazdaság összteljesítményét csökkentő hatását.

A nettó külső hitelnyújtás belföldi összetevőire vonatkozó, kétféle forrásból származó hazai adatokból azonban kitűnik, hogy jelentős bizonytalanság övezi a megtakarítások nagyságát és a szektorok szerinti összetételét. Az 1. táblázat a „felülről” (a nemzeti számlák szektoronkénti jövedelmi adataiból), illetve „alulról” (a pénzügyi számlák szektoronkénti pénzügyi tranzakcióiból) számított egyenlegeket mutatja be.²⁸ A kormányzat nettó hitelnyújtására vonatkozó adatok lényegében megegyeznek, ellenben évenként változó mértékű/előjelű, de olykor igen jelentős eltérések mutatkoznak a magánszektor egyenlegében (az eltérés mértékét az egyes évek blokkjához tartozó 5. sorban szereplő statisztikai eltérés mutatja).²⁹ Egyfajta minta azonban kirajzolódik: a jövedelmi oldalról számított adatok a háztartásokra nézve általában rosszabb egyenlegeket jeleznek, mint a pénzügyi számlák (az utóbbiak tehát a ki-

²⁸ A további részletekről – így a felhalmozás és az alternatív módon számított megtakarítások évenkénti alakulásáról – Halpern–Oblath [2014] M7. táblázata tájékoztat.

²⁹ Megjegyezzük, hogy a táblázatban szereplő, a nemzeti számlákból származó (a KSH által közölt) folyófinanszírozási adatok kissé különböznek az MNB által publikált számoktól, mivel az előbbiek tartalmazzák az illegális áru- és szolgáltatáskereskedelem becsült értékét, az utóbbiak viszont nem.

mutatottnál magasabb jövedelmet implikálnak), és a vállalatok esetében pontosan fordított a helyzet. Az 1. táblázat egyes évekre vonatkozó harmadik sorában a folyó fizetési mérlegnek megfelelő megtakarítás–felhalmozás–egyenlegek szerepelnek.

1. táblázat

Magyarország GDP-arányos megtakarítás–beruházás–egyenlege és nettó hitelnyújtása szektoronként, 2005–2012 (százalék)

	Nemzet- gazdaság	Kormány- zat	Magán- szektor	Ház- tartások	Vállalatok
2005					
<i>NL/GDP</i> (felülről) [1]	-7,4	-7,9	0,6	2,1	-1,5
<i>NFK/GDP</i> (alulról)[2]	-9,2	-8,0	-1,2	4,4	-5,7
$S - I = CA$ [3]	-8,2	-7,2	-1,0	1,5	-2,5
<i>NTk</i> [4] = [1] – [3]	0,8	-0,7	1,5	0,6	0,9
Statisztikai eltérés [5] = [2] – [1]	-1,9	-0,1	-1,8	2,3	-4,1
2006					
<i>NL/GDP</i> (felülről) [1]	-6,8	-9,5	2,6	3,2	-0,6
<i>NFK/GDP</i> (alulról)[2]	-9,1	-9,4	0,2	3,5	-3,3
$S - I = CA$ [3]	-7,5	-8,6	1,0	2,6	-1,6
<i>NTk</i> [4] = [1] – [3]	0,7	-0,9	1,6	0,6	1,0
Statisztikai eltérés [5] = [2] – [1]	-2,3	0,1	-2,4	0,2	-2,7
2007					
<i>NL/GDP</i> (felülről) [1]	-6,6	-5,1	-1,5	0,5	-2,0
<i>NFK/GDP</i> (alulról)[2]	-6,2	-4,9	-1,3	1,7	-2,9
$S - I = CA$ [3]	-7,4	-4,1	-3,3	0,0	-3,3
<i>NTk</i> [4] = [1] – [3]	0,8	-1,1	1,9	0,5	1,3
Statisztikai eltérés [5] = [2] – [1]	0,4	0,2	0,2	1,1	-1,0
2008					
<i>NL/GDP</i> (felülről) [1]	-5,9	-3,7	-2,2	0,0	-2,2
<i>NFK/GDP</i> (alulról)[2]	-7,8	-3,7	-4,1	1,5	-5,6
$S - I = CA$ [3]	-6,9	-3,1	-3,8	-0,5	-3,4
<i>NTk</i> [4] = [1] – [3]	1,0	-0,6	1,6	0,4	1,2
Statisztikai eltérés [5] = [2] – [1]	-1,8	0,0	-1,9	1,5	-3,4
2009					
<i>NL/GDP</i> (felülről) [1]	1,1	-4,5	5,6	1,4	4,2
<i>NFK/GDP</i> (alulról)[2]	0,3	-4,4	4,8	3,8	1,0
$S - I = CA$ [3]	-0,1	-4,7	4,6	1,0	3,6
<i>NTk</i> [4] = [1] – [3]	1,2	0,2	1,0	0,4	0,6
Statisztikai eltérés [5] = [2] – [1]	-0,8	0,1	-0,8	2,4	-3,3

Az 1. táblázat folytatása

	Nemzet- gazdaság	Kormány- zat	Magán- szektor	Ház- tartások	Vállalatok
2010					
NL/GDP (felülről) [1]	3,0	-4,5	7,4	2,7	4,7
NFK/GDP (alulról)[2]	1,1	-4,6	5,7	4,4	1,3
S – I = CA [3]	1,2	-5,8	7,0	2,4	4,6
NTk [4] = [1] – [3]	1,8	1,4	0,4	0,3	0,1
Statisztikai eltérés [5] = [2] – [1]	-1,9	-0,2	-1,7	1,8	-3,5
2011					
NL/GDP (felülről) [1]	3,4	4,3*	-0,9*	-6,0*	5,1
NFK/GDP (alulról)[2]	1,5	4,2*	-2,7*	-4,3*	1,6
S – I = CA [3]	1,0	-5,4	6,4	3,1	3,3
NTk [4] = [1] – [3]	2,3	9,7*	-7,3	-9,1*	1,7
Statisztikai eltérés [5] = [2] – [1]	-1,8	-0,1	-1,7	1,7	-3,4
2012					
NL/GDP (felülről) [1]	3,7	-2,1	5,9	2,5	3,4
NFK/GDP (alulról)[2]	4,9	-2,1	7,1	5,1	2,0
S – I = CA [3]	1,1	-3,5	4,7	1,5	3,1
NTk [4] = [1] – [3]	2,6	1,4	1,2	1,0	0,2
Statisztikai eltérés [5] = [2] – [1]	1,2	0,0	1,2	2,6	-1,4

* 2011-ben a magánnyugdíjvagyron állami átvétele folytán a háztartási szektor a GDP arányában 9,8 százalékos tőketranszfert teljesített a kormányzat javára.

Jelölések: NL (*net lending*): nettó hitelnyújtás/hitelfelvét (a nemzeti számlák tőkeszámlájának egyenlege); NFK: nettó finanszírozási képesség (a pénzügyi számlák egyenlege); S: megtakarítás; I: felhalmozás; CA: a folyó fizetési mérleg egyenlege; NTk: nettó tőketranszfer.

Forrás: KSH [2013] alapján saját számítás.

A 2008 (a nagy válságot megelőző „békeév”) és 2012 közötti évek változásai a következőkben összegezhetők. A nemzetgazdaság nettó hitelnyújtása közel 6–8 százalékos GDP-arányos negatív egyenlegből mintegy 4–5 százalékos többletre fordult át, vagyis a négy év alatt nagyjából 10–13 százalékpontos kiigazodás történt (az első érték a „felülről”, a második az „alulról” számított szinteket, illetve változásokat jelzi). A változás döntő része 2009-ben következett be, de 2010-ben és 2011-ben is folytatódott. Nemzetgazdasági szinten a felhalmozási ráta 6 százalékpontos csökkenése járult hozzá a kiigazításhoz (a kormányzat felhalmozása 0,5 százalékponttal nőtt, a magánszektore 6,5 százalékponttal csökkent, amiből a meghatározó rész a vállalati szektorra jutott). A megtakarítások hozzájárulása körül azonban nagy a bizonytalanság (2–5 százalékpont: ebből a magánszektore -0,3 és 0,8, a vállalatoké 2,2 és 4,2 között lehetett). A nettó hitelnyújtás egyenlegének javulásához a nettó tőketranszferrek is hozzájárultak (nemzetgazdasági szinten mintegy 1,5 százalékponttal). A lényeg

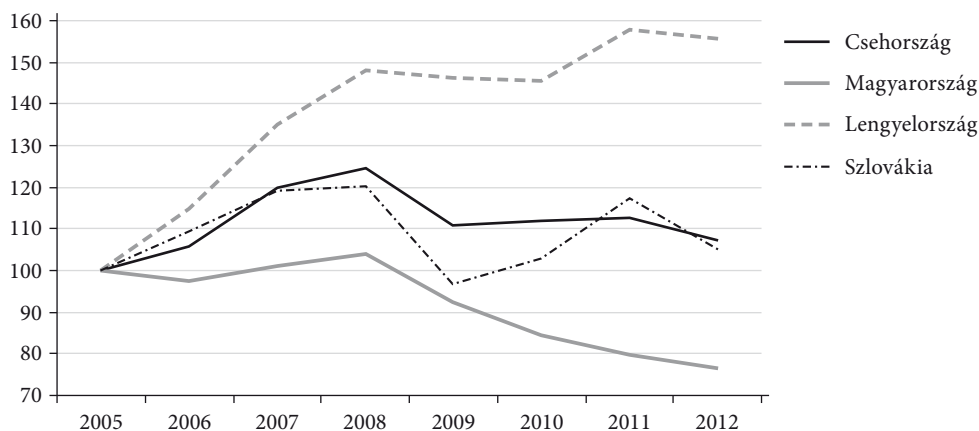
azonban az, hogy a megtakarítás–felhalmozás-egyenlegnek a pénzügyi számlák (és a fizetési mérleg pénzügyi mérlege) által jelzett javulása meghaladja a „felülről” számítottat, ami akár arra is utalhat, hogy a folyó fizetési mérleg egyenlegének javulása nagyobb lehet a kimutatottnál, vagy – amint korábban, a nemzetközi tőkeáramlásokkal kapcsolatban felmerült – a tőkekiáramlás mértéke kisebb lehet a kimutatottnál.

A nettó export és a beruházások alakulása

2008 és 2012 között Magyarországon a GDP-arányos nettó export szakadatlan emelkedését a beruházások (állótőke-felhalmozás) folyamatos csökkenése kísérte. A 18. ábra a változatlan áron mért beruházások alakulását mutatja, és azt jelzi, hogy 2008-tól a visegrádi országokhoz viszonyítva kivételesen alacsony szintre süllyedt a magyar beruházási volumen. A 2013. évi beruházási folyamatok nyomán kissé csökkent a lemaradás: az elmúlt évben Magyarországon 22, míg Csehországban és Szlovákiában 16-17 százalékkal volt alacsonyabb, Lengyelországban pedig 5 százalékkal volt magasabb a változatlan áron mért beruházási színvonal, mint 2008-ban.

18. ábra

A bruttó állótőke-felhalmozás (beruházás) volumene a visegrádi országokban 2005–2012 között (2005=100)



Forrás: Eurostat.

A 2. táblázatból látható, hogy a 2008 óta évről évre emelkedő hazai nettó exportrátát a beruházási ráta folyamatos csökkenése kísérte. Csehország esetében mutatkozik ugyan némi hasonlóság, de a GDP-arányos beruházás lényegesen magasabb és a nettó export alacsonyabb szintje mellett.³⁰

³⁰ 2013-ban Magyarországon az előző évi 17,5-ről 18 százalékra emelkedett, a másik három országban pedig kissé csökkent a beruházási hányad, így a hazai lemaradás e tekintetben is némileg mérséklődött.

2. táblázat

A GDP-arányos nettó export, nemzetgazdasági bruttó és nettó állótőke-felhalmozás, valamint a magánszektor nettó állótőke-felhalmozása a visegrádi országokban 2008 és 2012 között (százalék)

	2008	2009	2010	2011	2012
CSEHORSZÁG					
Nettó export	2,4	4,0	3,4	4,1	5,6
Bruttó állótőke-felhalmozás	26,8	24,6	24,5	24,1	23,1
Nettó állótőke-felhalmozás	9,1	5,7	5,6	5,0	3,7
– ezen belül: magánszektor	8,5	4,9	5,6	5,6	4,7
MAGYARORSZÁG					
Nettó export	0,5	4,9	5,7	6,5	7,3
Bruttó állótőke-felhalmozás	21,7	20,7	18,6	17,9	17,4
Nettó állótőke-felhalmozás	6,8	4,2	2,1	1,6	0,7
– ezen belül: magánszektor	7,1	4,5	2,0	1,8	0,6
LENGYELORSZÁG					
Nettó export	–4,0	0,1	–1,2	–1,2	0,3
Bruttó állótőke-felhalmozás	22,3	21,2	19,9	20,2	19,1
Nettó állótőke-felhalmozás	10,8	10,1	9,2	9,9	8,6
– ezen belül: magánszektor	8,0	6,7	5,4	5,9	5,8
SZLOVÁKIA					
Nettó export	–2,4	–0,5	–0,2	0,5	5,2
Bruttó állótőke-felhalmozás	24,8	20,7	21,0	23,1	20,1
Nettó állótőke-felhalmozás	7,8	1,9	2,3	4,1	1,0
– ezen belül: magánszektor	8,3	2,3	2,4	4,3	1,6

Forrás: AMECO-adatbázis.

Az is figyelmet érdemel, hogy a 2008–2012 közötti periódus egészét tekintve, Magyarországon a nettó export/GDP ráta egy százalékpontos javulása a bruttó beruházási ráta másfél százalékpontos csökkenésével társult (a megfelelő arányok Csehországban, Lengyelországban és Szlovákiában rendre 0,75, 1,45 és 1,3 százalékpont).

A tőkeállomány bővülését jelző nettó (az amortizáció feletti) nemzetgazdasági és magánberuházások alakulása pedig azt mutatja, hogy Magyarország különösen a magánszektor tőkebővülését nézve áll a többi országnál rosszabb helyzetben. Bár 2013-ban a nettó beruházásokat tekintve is enyhén javult Magyarország pozíciója, ez elsősorban a kormányzati beruházásokhoz köthető; a magánszektor nettó beruházásai az elmúlt évben sem érték el a GDP egy százalékát. A magánszektorban tapasztalt minimális tőkebővülés okkal veti fel a kérdést: meddig és milyen feltételek mellett tartható fenn a nettó export nemzetközi összehasonlí-

tásban kimagasló többlet? És vajon melyek lehetnek a külkereskedelmi többlet csökkenésének makrogazdasági következményei? Elemzésünk utolsó része ezekkel a kérdésekkel foglalkozik.

Az exporttöbblet fenntarthatósága és leépülésének hatása a növekedési kilátásokra

Befejezésül írásunk kiindulópontjához, Magyarország óriási exporttöbbletéhez térünk vissza, amellyel kapcsolatban három kérdést fogalmazunk meg. Az elsőt a fenti elemzés utolsó része veti fel: hol lehetnek a beruházáscsökkenésen alapuló nettó-export-emelkedés határai? A második az, hogy egy közepesen fejlett, tőkeimportra szoruló gazdaságnak vajon természetes állapota-e, hogy évről évre növekvő kiviteli többletet mutat fel? A harmadik kérdés technikai természetű: mennyiben korlátozhatja a hazai gazdasági növekedést az exporttöbblet leépülése? Reális-e a jelentős nettó export tartós fennmaradásával számolni?

1. Ami az *első kérdést* illeti, különbséget kell tenni a beruházásalakulás keresleti és kínálati hatása között. Amikor az előző részben a beruházások csökkenésének és a külkereskedelmi többlet emelkedésének együttmozgását tárgyaltuk, akkor a beruházás-visszaesés importfékező hatása révén érvényesülő kapcsolatról volt szó. A kínálati oldalról, vagyis a beruházásoknak az exportkapacitásokra kifejtett hatásáról nem állnak rendelkezésre statisztikai információk, erre csupán a feldolgozóipari beruházások alakulása alapján szokás következtetni. Az utóbbiak a 2009. évi 15 százalékos visszaesést követően 2010 és 2013 között folyamatosan (2011-ben 24 százalékkal, 2012–2013-ban 5-5 százalékkal) bővültek, és 2013-ban közel 50 százalékkal haladták meg a 2010. évi szintet. Ugyanebben az időszakban a nemzetgazdasági beruházások volumene összesen 8 százalékkal zsugorodott. A feldolgozóipari – különösen a járműipari – beruházások növekedése azonban néhány nagy külföldi cég (például Mercedes, Audi) egyedi, korábban elhatározott tőkebefektetéséhez köthető, és nagy kérdés, hogy ezek, illetve más cégek terveznek-e további olyan beruházásokat, amelyek az elmúlt években tapasztaltnál hasonló mértékben járulhatnak hozzá Magyarországi exportkapacitásának bővüléséhez.

Az mindenesetre megállapítható, hogy a feldolgozóipar néhány cégének kimagasló kapacitásbővítése, valamint az ágazatok meghatározó többségét – s így a nemzetgazdaság egészét – jellemző beruházáscsökkenés nyomán az elmúlt években nőtt a gazdaságon belüli, korábban sem jelentéktelen polarizáció. Miközben a feldolgozóipar beruházási részaránya a 2010. évi 22 százalékról 2013-ra 30,5 százalékra nőtt, a piaci szolgáltatásoké csökkent, az államiaké pedig emelkedett.³¹ Az exporttöbblet fenntarthatósága szempontjából azonban a piaci szolgáltatások körében tapasztalt beruházások csökkenésének is lehet jelentősége. A hazai gazdaságpolitika szavakban

³¹ Meg kell azonban jegyezni: miközben 2013-ban a nemzetgazdasági beruházási ráta egy százalékponttal emelkedett, feldolgozóipar részesedése a beruházásokban másfél százalékponttal csökkent, az államé pedig négy százalékponttal emelkedett. Ennek is szerepe lehetett abban, hogy hosszú évek után először 2013-ban tapasztalhattuk a beruházások és a nettó export egyidejű emelkedését.

és tettekben (így például az adórendszerben) kifejezett célja a „nem termelőnek” vélt szolgáltató szektorok visszaszorítása, és a „termelőnek” tekintett (főként feldolgozóipari) tevékenységek előnyben részesítése. A gazdaság összteljesítményét tekintve azonban figyelembe kellene venni, hogy a szolgáltató szektorok adják az exporttöbbséget felét, miközben bővülésüknek lényegesen kisebb lehet az importvonzata, mint a feldolgozóipari tevékenységeké, így a szolgáltatásokat korlátozni igyekvő gazdaságpolitika többféle módon is akadályozhatja a GDP bővülését. A vizsgált négy év során az állótőke-felhalmozás volumene a kereskedelembe 8, a szállításban 25, a vendéglátásban 15, az informatika-kommunikációban 17,5, a pénzügyi és biztosítási tevékenységek körében pedig 49 százalékkal *csökkent*. Ezek a szolgáltatások valamilyen nyien a „külszervezhető” (*tradable*) tevékenységek közé tartoznak. 2013-ban a hazai áru- és szolgáltatásforgalom 8 százalékos GDP-arányos többletéhez az árumérleg 4,1, a szolgáltatásforgalom egyenlege pedig 3,9 százalékponttal járult hozzá. 2010-ben az 5,7 százalékos összevont többletéhez az áruforgalom hozzájárulása 2,5 százalékpont (43 százalék), a szolgáltatásoké 3,2 százalékpont (57 százalék) volt.³² Mindez azt jelzi, hogy megalapozatlan az az elképzelés, miszerint a jelentős hazai exporttöbblet csak az áruforgalomhoz kötődik, ahogyan az is, hogy a szolgáltató szektorban tapasztalt jelentős beruházáscsökkenés – kínálati oldalról – idővel ne csökkenthetné a hazai exportkapacitást, és vele együtt az elmúlt években kialakult jelentős többletet.

2. A *második kérdésre*, hogy vajon a magyar gazdaságnak természetes állapota-e, hogy 2008 óta évről évre növekvő, és 2013-ban a GDP 8 százalékát elérő áru- és szolgáltatásforgalmi többletet mutat fel, kétféle megközelítés alapján igyekezünk választ adni. Egyrészt az idevonatkozó szakirodalom eredményeinek áttekintésére és következtetéseinek összegzésére, másrészt az EU tagországaikra vonatkozó, keresztmetszeti statisztikai becsléseinkre támaszkodunk. Önmagában egyik sem csálhatatlan, ebben az esetben azonban a kétféle megközelítésből ugyanaz a következtetés adódik: az elmúlt években kialakult hazai exporttöbblet lényegesen meghaladhatta azt a mértéket, amelyet a gazdaság adottságai indokolnának.

A *szakirodalom szerint* a felzárkózási folyamat és a működőtőke-áramlás kapcsolata nem lineáris; több szakaszra bontható. A piacgazdasági átmenet során egy kis, nyitott gazdaság számára az exportvezérelt gazdasági növekedés teremtheti meg a fenntartható gazdasági felzárkózás feltételeit. A kezdeti időszakban az elmaradott technológiák és eszközök lecserélése, a hiányzó vezetési és szervezési szakértelem és tudás pótlása egyértelműen külföldről történhet, vagy a külföldiek által alapított vállalkozásokban valósul meg. Jelentős import és külföldi működőtőke-beruházás jellemezi ezt az időszakot.

A második szakaszban az ország termelési kapacitásának átalakított része képessé válik külföldön is eladható versenyképes termékek előállítására. Ebben a szakaszban derül ki az, hogy a létrehozott termelőkapacitás milyen hatást fejt ki a fogadó ország működési környezetére. Ez az úgynevezett áttérjedési hatás³³ több-

³² A részleteket és a 1995 és a 2013 közötti idősorokat lásd Halpern–Oblath [2014] M8. táblázatában.

³³ Lásd erről Havranek–Irsova [2011], Görg–Strobl [2001], Halpern–Muraközy [2007], Meyer–Sinani [2009], Krammer [2010], Görg–Greenaway [2004], Javorcik [2004].

féle csatornán jelenhet meg. Az újonnan létrehozott kapacitás egyfelől versenyt teremt az általa előállított termékek belföldi piacán, ami megfelelő feltételek teljesülése esetén serkenti a hazai vállalkozásokat is. Másfelől viszont a beszállítói és értékesítési kapcsolatokon keresztül keresleti és technológiai hatások révén segítheti a hazai vállalkozásokat.

A harmadik szakaszban a felzárkózási folyamat befejeződik, és kialakul a fejlett piacgazdaságokra jellemző intézményi, technológiai és termékszerkezet, a vállalkozások beágyazódnak a nemzetközi gazdasági környezetbe, és adott esetben maguk is kezdeményeznek működőtőke-beruházásokat fejlett vagy kevésbé fejlett gazdaságokban. A felzárkózási folyamat első két szakaszára a jelentős importtöbblet jellemző, a felzárkózási folyamat befejezését követően kialakulhat akár jelentős exporttöbblet is, amelyet a felzárkózási folyamatra jellemző összefüggésektől eltérő hatások magyaráznak, ezek tárgyalása nem része ennek a cikknek.

A kérdés másik megközelítése annak vizsgálatán alapul, hogy a GDP-arányos nettó export lehetséges magyarázó tényezői hozzávetőleg mekkora exporttöbbletet indokolnának.³⁴ Az EU tagországait az elmúlt években jellemző keresztmetszeti összefüggéseket megvizsgálva három olyan tényezőt találtunk, amelyek viszonylag szoros kapcsolatban állnak a nettó exporttal, és amelyek esetében e kapcsolat nem számveteli azonosságokon alapul, hanem közgazdasági természetű. A három tényező: a gazdasági fejlettség (a vásárlóerő-paritáson mért GDP/fő szintje); a gazdasági nyitottság és a valuta alul-, illetve túlértékeltsége.³⁵

A nettó export pozitív kapcsolatban áll a gazdasági fejlettséggel és a gazdasági nyitottsággal, ellenben negatív kapcsolata van a valutatúlértékeltséggel. Az összefüggések közepesen szorosak, és mindegyikük statisztikailag szignifikáns. Becsléseink arra utalnak, hogy Magyarország nettó exportja meghaladja a fejlettségével, valutájának alulértékeltségével, illetve nyitottságával tipikusan együtt járó mértéket.

Természetesen abból, hogy közös tényezők hatását vizsgálva, a régió egészére vonatkozó becslés alapján a hazai exporttöbbletnek csak kis részét lehet megmagyarázni, nem következik az, hogy országspecifikus tényezőkre támaszkodva ne lehetne akár az egészét is értelmezni. A régióra vonatkozó becslési eredmények csupán arra figyelmeztetnek, hogy 1. a GDP 8 százaléka körüli exporttöbblet nem tekinthető a magyar gazdaság természetes állapotának; 2. a specifikus hatások változása vagy elmúltá nyomán az exporttöbblet számottevően mérséklődhet. A legtöbb előrejelzés azonban nem számol ezzel, sőt némelyik a nettó export további emelkedését vetíti előre, ezért véleményünk szerint az indokoltnál derűlátóbban ítéli meg a hazai gazdaság növekedési kilátásait.

³⁴ A terjedelmi korlátok miatt itt csak elemzésünk következtetéseit foglaljuk össze, a részletekről lásd Halpern–Oblath [2014] 51–53. o.

³⁵ A nyitottságot a nemzetgazdasági kivitel és behozatal átlagának a GDP-hez viszonyított arányaként értelmezzük, a túlértékeltség számszerűsítésében pedig Rodrik [2008], MacDonald–Flávio [2010] és Bhalla [2012] eljárását követtük. Ezek a tanulmányok – Balassa [1964] módszerét alkalmazva – a GDP relatív árszintjének a relatív reál-GDP/fő által indokolttól való pozitív, illetve negatív eltéréseként számszerűsítették a valuták túl-, illetve alulértékeltségét. Ez a módszer az úgynevezett Balassa–Samuelson-hatás számszerűsítésére támaszkodik. Az egyensúlyi reálárfolyam számszerűsítésének számos további, összetettebb módszere létezik, amelyekről Égert–Halpern–MacDonald [2006] adott áttekintést.

3. Ez a megállapítás átvezet a szakasz elején feltett *harmadik kérdéshez*: mennyiben korlátozhatja a gazdasági növekedést az exporttöbblet leépülése? Úgy látjuk, hogy amennyiben megindul, illetve tartóssá válik a belföldi felhasználás, különösen a beruházások emelkedése, nem reális a mára kialakult masszív exporttöbblet fennmaradásával számolni. 2013-ban, amikor évek óta először emelkedett a belföldi felhasználás (0,8 százalékkal), továbbá a bruttó állótőke, illetve összes felhalmozás egyaránt nőtt (5,9, illetve 2,1 százalékkal), nyomban zárult az export és az import növekedése közötti, az export javára korábban szétnyílt olló (2013-ban mindkettő 5,3 százalékkal bővült). A nagy exporttöbbletnak az a következménye, hogy ha a kivitel és a behozatal azonos ütemben nő, akkor tovább emelkedik a nettó export. Ennek tudható be, hogy a 2013. évi 1,1 százalékos GDP-növekedéshez az előző évi áron mért kiviteli többlet változása 0,4 százalékponttal járulhatott hozzá. Ha azonban az import növekedése meghaladja az exportét, kisebb lesz a nettó export pozitív hozzájárulása a gazdasági növekedéshez, és egy ponton túl pedig előjelet vált. A hazai gazdaság kialakult felhasználási arányai mellett (a plauzibilis kiviteli és behozatali növekedési ütemek tartományában) az import javára mutató 0,4-0,5 százalékpontos többletnövekedés esetén válik semlegessé a nettó export hozzájárulása a növekedéshez, ennél nagyobb különbség esetén pedig negatívvá válik.

Összegzés és kitekintés

Magyarország európai összehasonlításban kimagasló exporttöbbleteket ért el az elmúlt években. Ezt azonban hosszú éveken át tartó áru- és szolgáltatásforgalmi deficitek előzték meg, amelyek hozzájárultak az ország nettó külső adósságának fenn tarthatatlannak bizonyult emelkedéséhez. A közelmúlt növekvő külkereskedelmi többletét tőkekiáramlás, ezáltal az ország jövedelméhez mérten túlzottá vált adósságszint mérséklődése kísérte (elsősorban a magánszektor alkalmazkodása révén). Bemutattuk, hogy az exporttöbblet, a tőke kiáramlása, valamint a bruttó/nettó külső adósság (kötelezettség) csökkenése lényegében ugyanazokat a folyamatokat jeleníti meg eltérő nézőpontokból. *Ezért csekély értelmű van e folyamatok olyan beállításának, amely szerint az exporttöbblet és az adósságcsökkenés öröndetes, ellenben a tőkekiáramlás sajnálatos, sőt káros fejlemény.*

Az exporttöbbletnak az elmúlt években tapasztalt emelkedését a hazai kivitel és behozatal nemzetközi tévesztése kísérte. A többlet növekedése nem az export piaci pozíciójának javulásához, hanem ahhoz köthető, hogy a hazai kivitel nemzetközi piaci részesedésénél sokkal gyorsabban csökkent a behozatal részaránya a világimportban.

Belföldi oldalról döntően a beruházások visszaesése járult hozzá a nettó export javulásához, illetve – az adósságcsökkenést közvetlenül érintő – nettó finanszírozási képesség emelkedéséhez, jóllehet az előbbiben a fogyasztás visszaesésének, az utóbbiban pedig a megtakarítások emelkedésének is volt szerepe. A gazdaság szélesebb szektorait tekintve, az alkalmazkodás döntő része a magánszektorban történt, ahol 2008 és 2012 között a GDP arányában a felhalmozás 6,5 százalékponttal csökkent, a megtakarítás–beruházás-egyenleg pedig mintegy 8,5–11,5

százalékponttal javult. Ehhez képest a kormányzati szektorban csekély volt a kiigazítás, ám Magyarországot az különbözteti meg a többi visegrádi országtól (és az európai országok túlnyomó többségétől), hogy a kormányzati egyenleg – a „jó időkben” felhalmozott adósságtömeg folytán – nem tompíthatta, hanem inkább fokozta a magánszektorból kiinduló, növekedés-visszahúzó hatásokat. Túl azon, hogy a költségvetési egyenleg alakulása nem csillapította a gazdaság hullámain, a költségvetési politika az elmúlt években is kifejezetten prociklikus volt: akkor szigorított, amikor lazítás lett volna indokolt.

Az elmúlt években a külkereskedelmi többletek nyomán a külföldi adósság összege és annak a GDP-hez viszonyított aránya egyaránt számottevően mérséklődött. Ez a magánszektorban bekövetkezett adósságleépülésnek volt a következménye, ami önmagában véve kedvező, de visszafogja a gazdaság növekedését – Magyarországon éppúgy, mint más olyan országokban, amelyekben a magánszektor túlságosan optimista jövedelmi prognózisok alapján vett fel hiteleket. Magyarországon azonban a belföldi felhasználás bővülését nem csupán a magánszektorban tapasztalt – állam által is inspirált – adósságleépülés, hanem a kormány gazdaságpolitikája és annak jellege is fékezte. Az egykulcsos adó a fogyasztást, a nem termelőnek vélt (szolgáltató, pénzügyi közvetítői) tevékenységeket sújtó különadók rendszere pedig a beruházásokat fékezte, akárcsak a gazdaság intézményi-befektetői környezetének az elmúlt években tapasztalt határozott romlása, amelyre valamennyi nemzetközi felmérés felhívta a figyelmet. Ezek a tényezők is hozzájárultak ahhoz, hogy 2013-ban európai összehasonlításban kivitelesen alacsonyra, 92 százalékra süllyedt a belföldi felhasználás részesedése a GDP-ben. E kevésbé biztató fejleményeknek csupán tükröződése a szokatlanul magas – az ország adottságaiból következő mértéket meghaladó – GDP-arányos 8 százalékos külkereskedelmi többlet, valamint 96 százalékos export-, illetve 88 százalékos importhányad.

Ilyen meghatározottság mellett, amelyben a belföldi felhasználás részesedése a GDP-ben rendkívül alacsonnyá vált, a külkereskedelemé pedig erősen megemelkedett, a következő néhány év gazdasági növekedése *döntő módon függ attól, hogy a hazai felhasználás bővülése nyomán hogyan változik a külkereskedelmi egyenleg.* Kritikus kérdéssé válik, hogy a belföldi felhasználás többletéből eredő keresleti többlet mennyiben képes ellensúlyozni a külkereskedelmi aktívum mérséklődéséből származó keresletcsökkenést. Szerintünk nincs ok arra számítani, hogy a belföldi felhasználás bővülését – ha bekövetkezik – éppúgy kísérni fogja a mára kialakult exporttöbblet további emelkedése, vagy akár fennmaradása, ahogyan a belföldi felhasználás csökkenését kísérte. Éppen ellenkezőleg, arra indokolt felkészülni, hogy a belföldi felhasználás növekedéséhez az importkereslet növekedése (a nettó export csökkenése) társul majd, ami azt jelenti, hogy nem számíthatunk hirtelen meglóduló növekedésre. A nettó export csökkenéséből fakadó visszahúzó hatás mértéke az export és az import növekedési üteme közötti rés alakulásától függ, ami viszont a külső kereslet alakulásán, valamint a belföldi termelés, illetve felhasználás bővülésének szerkezetén múlik. Úgy látjuk, hogy ettől a hatástól eltekintenek azok a hazai és nemzetközi előrejelzések, amelyek az elkövetkező évekre 2–2,5 százaléknál számottevően magasabb, tartós gazdasági növekedést vetítenek előre.

Hivatkozások

- ANTAL JUDIT [2006]: Külső adósságdinamika. MNB tanulmányok, 51. sz. http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_mnbtanulmanyok/mnbhu_mt51/mt_51.pdf.
- BALASSA, B. [1964]: The Purchasing Power Doctrine: A Reappraisal. *Journal of Political Economy*, Vol. 72. No. 6. 584–596. o.
- BHALLA, S. [2012]: Devaluing to Prosperity. Misaligned Currencies and Their Growth Consequences. Peterson Institute for International Economics, <http://www.iie.com/bhalla.cfm>.
- CUERPO, C.–DRUMOND, I.–LENDVAI, J.–PONTUCH, P.–RACIBORSKI, R. [2013]: Indebtedness, Deleveraging Dynamics and Macroeconomic Adjustment. *European Economy, Economic Papers*, 477. http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_paper/2013/ecp477_en.htm.
- EEAG [2012]: The Hungarian Crisis. The EEAG Report on the European Economy, CESifo, 115–130. o.
- ÉGERT BALÁZS [2013]: The 90% Public Debt Threshold. The Rise & Fall of a Stylised Fact. WDI WP, 1048. CESifo Working Paper, No. 4242.
- ÉGERT BALÁZS–HALPERN LÁSZLÓ–MACDONALD, R. [2006]: Equilibrium Exchange Rates in Transition Economies. Taking Stock of the Issues. *Journal of Economic Surveys*, Vol. 20. No. 2. 257–324. o.
- EU [2014]: Macroeconomic Imbalances. Hungary 2014. *European Economy. Occasional Papers*, 180. http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2014/pdf/ocp180_en.pdf.
- GÖRG, H.–GREENAWAY, D. [2004]: Much ado about nothing? Do domestic firms really benefit from foreign direct investment? *World Bank Research Observer*, 19. 171–197. o.
- GÖRG, H.–STROBL, E. [2001]: Multinational Companies and Productivity Spillovers: A Meta-analysis, *Economic Journal*, Vol. 111. No. 475. F723–739. o.
- GOURINCHAS, P. O.–REY, H. [2007]: International Financial Adjustment. *Journal of Political Economy*, Vol. 115. No. 4. 665–703. o.
- GYÖRFFY DÓRA [2013]: Institutional Trust and Economic Policy. CEU Press, Budapest.
- HALPERN LÁSZLÓ–MURAKÖZY BALÁZS [2007]: Does Distance Matter in Spillover? *Economics of Transition*, Vol. 15. No. 4. 781–805. o.
- HALPERN LÁSZLÓ–OBLATH GÁBOR [2014]: A gazdasági stagnálás „színe” és fonákja. MTA KRTK, Műhelytanulmányok, MT-DP 20124/12. <http://econ.core.hu/file/download/mtdp/MTDP1412.pdf>.
- HAVRANEK, T.–IRSOVA, Z. [2011]: Estimating vertical spillovers from FDI: Why results vary and what the true effect is, *Journal of International Economics*, Vol. 85. No. 2. 234–244. o.
- IMF [2012]: World Economic Outlook. Growth Resuming, Dangers Remain. International Monetary Fund, április, <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=25342>.
- JAVORCIK, B. S. [2004]: Does foreign direct investment increase the productivity of domestic firms? In search of spillovers through backward linkages. *American Economic Review*. Vol. 94. No. 3. 605–627. o.
- KISS ÁRON–SZILÁGYI KATALIN [2014]: Miért más ez a válság, mint a többi? Az adósságleépítés szerepe a nagy recesszióban. Megjelent: Egy év után – esszék és tanulmányok. Simor András 60. születésnapjára a Jegybanki Műhelyből. Jegybanki Műhely.
- KÓNYA ISTVÁN [2011]: Növekedés és felzárkózás Magyarországon. 1995–2009. *Közgazdasági Szemle*, Vol. 68. No. 5. 393–411. o.

- KOO, R. C. [2011]: The world in balance sheet recession: causes, cure, and politics. *Real-World Economics Review*, No. 58. <http://www.paecon.net/PAEReview/issue58/Koo58.pdf>.
- KRAMMER, S. M. S. [2010]: International R&D spillovers in emerging markets: The impact of trade and foreign direct investment. *The Journal of International Trade & Economic Development*, Vol. 19. No. 4. 591–623. o.
- KSH [2013]: A nemzetgazdaság integrált számlái. http://www.ksh.hu/integral_tablak.
- LANE, P. R.–MILESI-FERRETTI, G. M. [2005a]: Financial Globalization and Exchange Rates. IMF Working Paper, WP/05/3.
- LANE, P. R.–MILESI-FERRETTI, G. M. [2005b]: A Global Perspective on External Positions. NBER Working Paper Series, No. 11589.
- MACDONALD, R.–FLÁVIO, V. [2010]: A Panel Data Investigation of Real Exchange Rate Misalignment and Growth. Cesifo Working Paper, No. 3061. <http://www.econstor.eu/bitstream/10419/38945/1/627387780.pdf>.
- MEYER, K. E.–SINANI, E. [2009]: When and where does foreign direct investment generate positive spillovers? A meta-analysis. *Journal of International Business Studies*, Vol. 40. No. 7. 1075–1094. o.
- MNB [2014a]: Jelentés az infláció alakulásáról. Magyar Nemzeti Bank, március, http://www.mnb.hu/Kiadvanyok/mnbhu_inflacio_hu/mnbhu-inflaciosjelentes-20140327.
- MNB [2014b]: Fizetési Mérleg Jelentés. Magyar Nemzeti Bank, április, http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_fizetesi_merleg/2014/Jelentes_a_fizetesi_merleg_alakulasarol_04.pdf.
- OBLATH GÁBOR [2010]: Magyarország „feltárult” nemzetközi versenyképessége közép-kelet-európai összehasonlításban. Megjelent: *Kolosi Tamás–Tóth István György* (szerk.): Társadalmi riport, 2010. Társi, Budapest. 192–212. o.
- OBLATH GÁBOR [2012]: Ezentúl minden másképpen volt? Gondolatok a GDP-adatok legutóbbi revízióiról. *Statistikai Szemle*, 90. évf. 6. sz. 559–570. o. http://www.ksh.hu/statszemle_archive/2012/2012_06/2012_06_559.pdf.
- OBLATH GÁBOR [2013]: Hány év múlva? A konvergencia természetéről és időigényéről. *Statistikai Szemle*, 91. évf. 10. sz. 925–946. o. http://www.ksh.hu/statszemle_archive/2013/2013_10/2013_10_925.pdf.
- OBSTFELD, M. [2004]: External adjustment. *Review of World Economics*. Vol. 140. No. 4. 542–568. o.
- OECD (2014): *Economic Surveys: Hungary 2014*. OECD Publishing.
- PANIZZA, U.–PRESBITERO, A. F. [2013]: Public debt and economic growth in advanced economies: A survey. *Swiss Journal of Economics and Statistics*, Vol. 149. No. 2. 175–204. o.
- REINHART, C. M.–ROGOFF, K. S. [2010]: Growth in a time of debt. *American Economic Review*, Vol. 100. No. 2. 573–78. o.
- RODRIK, D. [2008]: The Real Exchange Rate and Economic Growth. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2. 365–412. o. http://academiccommons.columbia.edu/download/fedora_content/download/ac:167823/CONTENT/2008b_bpea_rodrik.pdf.
- WEF [2014]: *The Global Competitiveness Report 2013–2014*. World Economic Forum, http://www3.weforum.org/docs/WEF_GlobalCompetitivenessReport_2013-14.pdf.
- WYPLOSZ, C. [2011]: Debt Sustainability Assessment: Mission Impossible, *Review of Economics and Institutions*, Vol. 2. No. 3. 1–37. o.

Függelék

*A belföldi makrogazdasági folyamatok és a külgazdasági tranzakciók közötti, valamint a külgazdasági tranzakciókon belüli összefüggések*³⁶

Egy ország külfölddel folytatott tranzakcióinak terjedelme, szerkezete és egyenlege többféle metszetben vizsgálható, ezekről a továbbiakban egyenként igyekszünk képet adni.

1. Az *első* a megtermelt hazai jövedelem (a GDP) és annak belföldi felhasználása; a kettő különbsége az áru- és szolgáltatáskereskedelem egyenlege (a nemzeti számlák alapján értelmezett külkereskedelmi mérleg, a makrogazdasági elemzések terminológiája szerint a nettó export). A GDP alapazonosságának átrendezésével kapjuk az (F1) összefüggést:

$$GDP - C - I = X - M = NX, \quad (F1)$$

ahol C a fogyasztást, I a bruttó felhalmozást, X a kivitelt, M a behozatalt, NX a nettó exportot jelöli (C és I összege a belföldi felhasználás).

2. A *második* metszet a rendelkezésre álló nemzeti jövedelem (szabadon elkölthető források) és a belföldi felhasználás közötti viszony alakulása. A $GNDI$ rendelkezésre álló nemzeti jövedelem (Yd) a nettó külföldi jövedelem (NFI), a nettó egyoldalú folyó átutalások ($NFTc$) és a GDP összege:

$$GDP + NFI + NFTc = GNDI = Yd. \quad (F2)$$

A rendelkezésre álló nemzeti jövedelem és a belföldi felhasználás ($C + I$) közötti rés azonos a folyó fizetési mérleg egyenlegével (CA). Az (F3) összefüggés két oldalról mutatja a folyó mérleg egyenlegét. Belföldi oldalról a nemzetgazdasági megtakarítások ($S = Yd - C$) és a bruttó felhalmozás (I) különbsége, a külfölddel folytatott tranzakciók felől nézve pedig a nettó export, a nettó külföldi jövedelmek, valamint a nettó egyoldalú folyó átutalások összege.

$$Yd - C - I = S - I = NX + NFI + NFTc = CA. \quad (F3)$$

A rendelkezésre álló nemzeti jövedelem és annak felhasználása, illetve az ennek megfelelő külföldi tranzakciók egyenleg (a folyó fizetési mérleg) azonban a nemzeti számlarendszer mai kategóriái szerint nem mutatja a külfölddel folytatott tranzakciók „végső” egyenlegét – vagyis azt, hogy az ország külföldi finanszírozásra szorul-e (nettó pénzügyi kötelezettségeket halmoz fel), vagy éppen ellenkezőleg, finanszírozza a külföldet (nettó pénzügyi követeléseket halmoz fel, illetve nettó kötelezettségeket épít le). Ahhoz, hogy az így értelmezett finanszírozási igényt, illetve kapacitást jelző egyenleghez eljussunk, az (F3) azonosság belföldi és külföldi oldalát egyaránt korrigálni kell a nettó egyoldalú tőkeátutalásokkal ($NFTk$),

³⁶ 2014-ben Magyarországon – az EU többi tagországaival egyidejűleg – megváltozott a fizetési mérleg összeállításának módszertana. Ezekkel a változásokkal itt nem foglalkozunk, mivel kutatásunk a korábbi módszer szerint összeállított fizetésimérleg-statisztikára támaszkodott.

amelyek a nemzeti számlák tőkeszámláján szerepelnek, és a fizetési mérleg úgynevezett tőkemérlegének meghatározó súlyú tételét jelentik Magyarországon és az EU valamennyi új tagországában. Itt számolják el ugyanis az EU-alapokból átutalt, *beruházási célú* egyoldalú transzfereket. A tőketranszferekkel korrigált rendelkezésre álló nemzeti jövedelem [$Yd(k) = Yd + NFTk$] ismeretében határozható meg a *kiegészített* hazai megtakarítás-felhalmozás egyenleg. Ezt, valamint külső ellentétét az alábbi azonosság mutatja:

$$S + NFTk - I = CA + KA = NL. \quad (F4)$$

Az (F4) összefüggés bal oldala azt jelzi, hogy a hazai beruházásoknak a külföldi kötelezettségeket nem növelő forrása a *tőketranszferekkel kiegészített* nemzetgazdasági megtakarítás. Jobb oldala pedig azt, hogy egy ország nettó hitelnyújtása (NL – másik kifejezéssel: nettó finanszírozási kapacitása) a fizetési mérleg folyó (CA), valamint tőkemérlegének (KA) összevont egyenlege.³⁷ Ha NL negatív, az ország finanszírozásra („hitelfelvételre”) szorul; ha pozitív, akkor finanszíroz („hitelt nyújt”). A makrogazdasági folyamatok természetének tisztázásához (így a külső egyensúlyhiány belföldi ellentételének vizsgálatához) azonban a nemzetgazdasági aggregátumoknál általában mélyebbre kell menni: az egyes jövedelemtulajdonos szektorok tőketranszferrel korrigált megtakarításainak és felhalmozásának alakulását is vizsgálni szükséges. Egyes elemzésekben elegendő a kormányzati (g) és a magánszektor (p) megkülönböztetése; másoknál az utóbbit célszerű tovább bontani háztartási (h) és vállalati (v) szektorra.

$$(Sg - Ig) + (Sp - Ip) = CA. \quad (F4a)$$

$$[Sg + NTk(g) - Ig] + [Sp + NTk(p) - Ip] = NLg + NLp = CA + KA = NL. \quad (F4b)$$

Az (F4a) összefüggés a folyó fizetési mérlegnek, az (F4b) pedig a nettó hitelnyújtásnak a fő szektorokra bontott belföldi ellentételét mutatja. (NLg az a kormányzati egyenleg, amelyet az Európai Bizottság az úgynevezett túlzottdeficit-eljárás keretében országokként vizsgál.) Ezeknek az összefüggéseknek a számszerűsítése annak tisztázásában segíthet, hogy a külső egyensúlyhiány GDP-arányos értékéhez (annak változásához) mennyiben járul hozzá a kormányzati, illetve a magánszektor.

3. Ezen a ponton térhetünk át a nemzetközi tranzakciók *harmadik* fontos metszetére, a *finanszírozási* (pénzügyieszköz-áramlási) *oldalra*, amelyről a gazdaság egészét tekintve a nemzetgazdaság pénzügyi számlái, a rezidensek és nem rezidensek közötti tranzakciók szempontjából pedig a fizetési mérleg pénzügyi mérlege alapján tájékozódhatunk. Az alábbiakban a fizetési mérleg alaponosságából kiindulva tekintjük át a fontosabb összefüggéseket.

$$CA + KA + FINA + NEO = 0. \quad (F5)$$

³⁷ A tőkemérlegben a tőketranszfereken kívül van egy „nem termelt, nem pénzügyi javak” nevű tétel is, például koncessziós díjak, ezzel itt nem foglalkozunk.

A *FINA* a pénzügyi mérleg egyenlegét jelöli, *NEO* (*net errors and omissions*) pedig a finanszírozott ($CA + KA$), valamint a finanszírozó tételek (*FINA*) egyenlege közötti statisztikai eltérés.³⁸

Az alapazonosságot és a pénzügyi mérleg belső tételeit kissé átrendezve jutunk az (F6) összefüggéshez, ahol a bal oldal az úgynevezett alulról számított nettó hitelnyújtást (finanszírozási képességet) mutatja, amelynek ellentettje a finanszírozó tételek egyenlege.³⁹

$$CA + KA + NEO = -(NFD + NEQ + NDER + dR) = -FINA. \quad (F6)$$

Az *NFD* az adósságtípusú pénzügyi tranzakciók egyenlegét, *NEQ* a tulajdont (*equity*) megtestesítő pénzügyi eszközök forgalmának egyenlegét, *NDER* a derivatív eszközök nettó forgalmát, *dR* pedig a devizatartalékok változását jelöli. A statisztikai eltéréstől eltekintve, az (F6) azt az egyszerű összefüggést fejezi ki, hogy ha a folyó és a tőkemérleg összevont egyenlege többlettel zár (az ország nettó hitelnyújtó), a pénzügyi eszközök tranzakcióinak összevont egyenlege (*FINA*) szükségképpen hiányt mutat, vagyis az országból *kifelé* áramlik a tőke (mert a pénzügyi eszközök be- és kiáramlásának egyenlege negatív). Fordított a helyzet a folyó és tőkemérleg összevont egyenlegének deficitje esetén: ilyenkor a pénzügyi mérleg többletet mutat, mivel a tőke *befelé* áramlik. A folyó és a tőkemérleg együttes egyenlege tehát nem lehet deficites tőkebeáramlás nélkül, de szufficitet sem mutathat, ha nincs tőkekiáramlás. (A tőke ki- és beáramlása, valamint a „tőkemérleg” pusztán névazonosságáról és a *NEO* lehetséges értelmezéséről a következőkben még szólnunk.)

Végül, a finanszírozási *tranzakciók* (a fizetési mérleg pénzügyi mérlege) egyenlegének és a nettó külföldi pénzügyi kötelezettségállomány változásának (*dNFL*) kapcsolatát mutatja az (F7) összefüggés, amelyben NKL_{NFL} (*net capital loss*) a kötelezettségeken, illetve a követeléseken keletkező átértékelési (ár- és árfolyamváltozásból eredő) *veszteségek* nettó hatását jelöli (a nettó átértékelési nyereség előjele értelemszerűen negatív).⁴⁰

$$FINA + NKL_{NFL} = dFL - dFA = dNFL. \quad (F7)$$

A pénzügyi mérleg pozitív egyenlege (a tőke nettó beáramlása), akárcsak a nettó pénzügyi kötelezettségeken keletkező átértékelési veszteség, növeli a bruttó kötelezettségek (*FL*) és követelések (*FA*) különbségét, a nettó külső kötelezettségek (*NFL*) állományát. Az utóbbit viszont csökkenti a pénzügyi mérleg hiánya (a tőke kiáramlása) és az állományokon keletkező nettó átértékelési nyereség. Ha a bruttó állomá-

³⁸ Magyarország fizetési mérlegét az MNB 2013-ig kissé más szerkezetben közölte: a devizatartalékok változását (*dR*-t) kiemelte a pénzügyi mérleg más tételei közül, így az MNB adatközlése szerinti pénzügyi mérleg az általunk elemzett időszakban a következő volt: $FINA^* = FINA - dR$.

³⁹ Az MNB kiadványaiban gyakran találkozhatunk a „felülről számított”, illetve „alulról számított” külfölddel szembeni finanszírozási képesség fogalmával. Az előbbi $CA + KA$ (a fizetési mérleg „felső” része), az utóbbi pedig a fizetési mérleg „alsó része” egyenlegének ellentettje. A 2014. évi módszertani váltásig: $-(FINA^* + dR) = CA + KA + NEO$.

⁴⁰ Az átértékelési hatásba beleértjük az úgynevezett egyéb állományváltozást (például egyoldalú adósságleírást).

nyok (*FL* és *FA*) a GDP arányában nagyon jelentőssé válnak, akkor az ártértékelési nyereség/veszteség hatása gyakran felülmúlja a tranzakciókét. Hangsúlyozni kell azonban, hogy az ártértékelődés nagysága (olykor előjele is) függ attól, hogy milyen valutában mérünk. Például Magyarországon 2012-ben az euróban mért ártértékelési veszteség abszolút nagysága meghaladta a tranzakciók (nettó tőkekiáramlás) hatását, így a nettó külső kötelezettségállomány nőtt. Forintban mérve az ártértékelődések negatív hatása elmaradt a tőkekiáramlás mértékétől, így *NFL* csökkent.

✱

A fizetési mérleg terminológiájával és az összefüggések értelmezésével kapcsolatban felmerül néhány kérdés, amelyeket a következőkben igyekszünk tisztázni.

1. A folyamatok leírását nehézkessé teszi (egyben gyakori félreértések forrása), hogy a fizetési mérleg *penzügyi mérlege* mutatja a *tőkeáramlásokat* (a pénzügyi tranzakciókat), *tőkemérlege* viszont azokról az egyoldalú átutalásokról tájékoztat, amelyek a transzfer kedvezményezettjének *vagyonát* változtatják meg (a fejletlenebb EU-tagországok esetében ezek főként az EU-alapokból származó beruházási célú transzferek). A *mai terminológia szerinti* tőkemérlegnek tehát – a névrokonságon kívül – semmi köze sincs a tőkeáramlásokhoz. A statisztikai és a közgazdasági terminológia szinkronját a nemzeti számlarendszer (SNA) 1993. évi revíziója óta sem sikerült megteremteni. E revízió keretében nevezték át a tőkeáramlásokat egykor tartalmazó tőkemérleget pénzügyi mérleggé, és ékelték be a folyó és a pénzügyi mérleg közé – megváltozott tartalommal – az úgynevezett tőkemérleget. A közgazdászok azonban kitartóan tőkekiáramlásnak nevezik a pénzügyi áramlások negatív egyenlegét, ellenben nem sikerült egyszerű – a tőkeáramlástól jól megkülönböztethető – megnevezést találni a tőkemérlegen keresztül érkező forrásokra. Erre javasoljuk a *fejlesztésiforrás-beáramlás* kifejezést.

2. A *statisztikai eltérés (NEO) értelmezésével* kapcsolatban gyakran vetődik fel a kérdés: a fizetési mérleg vajon melyik részének – „felső” (folyó + tőkemérleg) vagy „alsó” (pénzügyi) tételeinek – a „hibáját” jelzi? A kérdésre – kivételes esetektől eltekintve – nem lehet válaszolni, mivel a fizetési mérlegnek csak egyetlen részére áll rendelkezésre közvetlenül mérhető adat: a devizatartalék-változás, amely a jegybanki mérlegnek is része. Mindenesetre a *NEO* nagy/növekvő *negatív* értéke nem regisztrált tőkekiáramlásra (tőkemenekítésre), valamint a kimutatottnál rosszabb külkereskedelmi egyenlegre (nagyobb deficitre, illetve kisebb többletre) egyaránt utalhat. Magyarországon 2010-ben és 2011-ben a GDP 1, illetve 1,5 százaléka körül alakult a *negatív előjelű* statisztikai eltérés (ez nemzetközi összehasonlításban egyáltalán nem kirívó), amely 2012-ben, illetve 2013-ban a GDP arányában *plusz* 1,5, illetve 1 százalékra fordult át. Ez – a 2012. évi adatokat tekintve – utalhat arra, hogy a folyó és tőkemérleg GDP-hez viszonyított 3,5 százalékos összevont többlete alulbecsült (például az exporttöbblet nagyobb a hivatalosan regisztráltnál), vagy arra, hogy a hivatalosan kimutatott 5 százaléknál kisebb arányú volt a nettó tőkekiáramlás („túl sok” tőkekiáramlást, illetve „túl kevés” tőkebeáramlást mér a statisztika), s ezek kombinációjára.

3. *A statisztikai eltérés és a nemzetgazdaság pénzügyi számlái – a megtakarítások és a megtakarítás – beruházás egyenleg körüli bizonytalanság.* A fizetési mérleg pénzügyi mérlegének a devizatartalékok változását is tartalmazó egyenlege szerkesztésen kapcsolódik a nemzetgazdaság pénzügyi számláinak egyenlegéhez. A pénzügyi számlák a gazdaság pénzügyi állományairól és áramlásairól tájékoztatnak, amelyek a nemzetgazdaság úgynevezett integrált számláinak részei. Ezért különösebb kutakodás nélkül kiszámítható a nemzetgazdaság „felülről”, illetve „alulról” (a pénzügyi tranzakciók oldaláról) számított nettó hitelnyújtása közötti különbség, amely lényegében megegyezik a fizetési mérleg statisztikai eltéréssel (a NEO-val). Ez az információ azért fontos, mert világossá teszi, hogy a fizetési mérleg pénzügyi mérlege mögött éppúgy belföldi oldalról is azonosítható pénzügyi tranzakciók állnak, ahogyan a folyó és tőkemérleget is belföldi jövedelmi és kiadási tételek támasztják alá. Ha elfogadjuk, hogy a pénzügyi mérleg egyenlege nem egyszerű „maradék”, akkor azt is el kell fogadnunk, hogy a folyó fizetési és tőkemérleg összevont egyenlegének (a „felülről” számított finanszírozási képesség mutatójának) nincs primátusa az „alulról” számított finanszírozási képesség felett. Mi több, ha adottak a fogyasztásra, a felhalmozásra és a nettó tőketranszferekre vonatkozó adatok, akkor belföldi oldalról két egyenrangú mutató számítható a megtakarításokra, s így a megtakarítás–beruházás-egyenlegre is. Ha van értelme „alulról” és „felülről” számított nettó hitelnyújtásról beszélni, akkor annak is van értelme, hogy az alulról, illetve felülről számított megtakarítás–beruházás-egyenlegről beszéljünk. Az „alulról számított” megtakarítás–beruházás-egyenleg annak a hipotetikus helyzetnek felel meg, amelyben a pénzügyi tranzakciók tökéletesen vannak mérve, és a jövedelmek mérési hibájából származik a statisztikai eltérés. Az „alulról” számított” megtakarítás a következő formulával határozható meg: $S = NL + I - NTk$, ahol S a megtakarításokat, NL a nettó hitelnyújtást, I a felhalmozást, NTk pedig a nettó tőketranszfereket jelöli.